全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜券在握

胜　君　编译

辽宁民族出版社出版发行
（沈阳市和平区北一马路108号）
辽宁省新闻出版学校实习厂印刷

字数：220 000　开本：850×1168　1/32　印张：11
印数：1—10 000
1997年1月第1版　1997年1月第1次印刷

责任编辑：潘晓明　责任校对：王晓虹
封面设计：田　耕　版式设计：田三采

ISBN 7-80527-808-3/F · 33
定价：16.80元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

我们编写整理出《胜券在握》,这本书基于下列两个重要理由：其一，社会经济发展已到达了面对现实强烈竞争时期，迫切渴求实际指导的知识，以寻求赢的策略；其二，我们的商业活动，也已从国内竞争的基础扩大到国际竞争的新领域，数十年来，历经大大小小商战，积存了点点滴滴的实战经验，把这些智慧留下来，以求未来面对更严酷的挑战时，能有所借鉴与突破。

我们特别强调“实战”，因为我们认为唯有在面对竞争对手强而有力的挑战与压力之下，为了求生、求胜而拟定的种种决策和执行过程，最值得我们珍惜。经验来自每一场具体“战役”，所有的胜利成果，都是靠参与者小心翼翼、步步为营而得到的。我们现在与未来最需要的是脚踏实地的实践者，而不是缺乏实际商场作战经验、单凭理想的“空想家”。

我们重视“智慧”。“智慧”是冲破难关、克敌致胜的关键所在。在实战中，若缺乏智慧的导引，只恃吕布冯河之勇，与莽夫有什么两样？翻开历史上赫赫有名战役，都是以智取胜。孙子兵法云：“兵者，诡道也。”意思也明指其他，也包括股票竞争场上，智慧的重要性与不可取代性。

《胜券在握》的基本精神就是提供实战经验，启发经营智慧。我们请专人收集欧、美、日最新有关这类书籍参考；并特聘专家学者对累积的经验智慧，作深入的整编与研究。我们希望这两条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源流并行不悖，一方面汲取先进国家的智慧，作为他山之石，另一方面则是加强我们经营根本的唯一门径。今天不做，明天会后悔的事，就必须立即去做。中国经济的前途，需要有志之士，一起来参与策划，集涓滴成洪流，为中国经济的繁荣共同奋斗。

《胜券在握》记录股市今昔之变，诠释企业兴衰之理。并做了大量产业史、企业史的记录与分析工作。从企业发展经验中，提炼管理思想的精华。切实协助企业能有史为鉴，知兴亡、知得失，为其自身的发展提供有益营养。

我们深深确信，植根于经验的经营实战智慧是绝对无可替代的。另一方面，我们也要留心收集，筛选欧、美等经济先进国家企业竞局的著名商战战役与世界著名企业领导者深具启发性的商战事迹，为我们的读者提供多方面的借鉴。

目前，在各地的股民日益增多，用股票赚钱亦是一种“经营”。我相信《胜券在握》描述的是一个简单的方法。不用学习电脑程式，也不用阅读难懂的投资银行业务手册。不论你的资本财力足以买下一家公司10%的股份，或仅足以应买一百个股份，本书皆可助你获得有利的投资报酬率。不管它是成长型共同基金、指数基金或是整个投资市场，你都可以据自己的力量向其进攻。

你必须去深入研究市场上的短期波动，你的情绪必须保持处变不惊，这样才能成功。若是常常需要来自股票市场的印证，你从本书获利的可能性必然减少。但若你能独立思考，并运用简单的方法，又有勇气坚持信条，则获利的机会就会大为增加。如果人们一提股市就哀声叹气或臭骂股市害他们赔钱，不愿再投注资金到股市，就可以把在定存或货币市场基金中的钱转移到股市相关投资。如此来回“操作”，过一段时间，就可以累积大笔财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就这么简单？为什么经验告诉我们，当大家都一窝蜂、几近疯狂的在股市里抢进抢出时，就是股市涨势近尾声，涨无可涨的时候；就连原本不太注意股市投资的人——如营业员、老师、家庭主妇、和尚一齐都进股市了，就显示可动用资金差不多都投入股市了，接下来就是后继乏力，再没有资金可推升股市，股市必跌！相反的，当多数人都不对股市抱有希望不愿再沾染相关投资时，表示搞股票的人都卖得差不多了，股市跌无可跌，只要有资金投入，就可以反弹涨升。

其实道理真的很简单，只是绝大多数人是反其道而行，股市很热，股价明显举升了才会进场；相反的，只要一有风吹草动，看到有人抛售股票就疯狂杀出。前者是贪，后者是怕；因为贪所以追高，因为怕所以杀低，一来一回的结果是，少赚多赔。这就是为什么绝大多数的股市散户赔钱的原因。

投资要赚钱，头脑清醒、理性而不受情绪左右十分重要，偏偏股票市场是一个不理性的市场，是情绪的聚积场所，各式各样的人的喜、怒、哀、乐、兴奋、抑郁大量汇集激昼，于是多数人的投资结果都事与愿违。

所以，过去几年我们建议人最好不要自己投资股票，除非你真的懂，具备相关的知识，有时间、精神可以做研究分析，并且能够冷静、理性的做投资决策，否则不如投资由专业人士为你操作的共同基金。

一提到相关知识、研究分析，很多人可能会认为是很专业的东西，证券业者当然也认为只有他们那种行业才懂，并极力自我推荐，希望成为你的投资伙伴，急于告诉你一些财经情势或诸如各种基本分析、技术分析的结果，而建议你买这个、卖那个。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，投资获利的判断基础十分简单，那就是判断买卖时机，以及买什么。买卖时机的判断如我前面所说那样，大家都抢着买时以好价钱卖掉（人欲我予），大家都不想要的时候以低价买进（人弃我取）；要做到这样，不需要预测经济情劳，也不需要做股市分析，只要留意周遭的人对市场的反应就够了。更重要的是买什么。

通过这本书，可以让我们反思，投资获利其实不难，只要稳扎稳打、有耐心、纪律，不要想一步登天就好了。多数人投资赔钱，就是因为想一步登天，短期获取暴利，结果沦为投机，当然就赚少赔多。

《胜券在握》是一本难得的好书，值得反复再读，用以汲取投资策略的精髓，在投资市场中长期获利。

编译者

1996 年 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从投资一百美元起家，至今华伦·巴菲特已创造了上亿美元的财富，这位被喻为当今“最伟大的投资者”以简单的投资策略及原则，不做短线进出、不理会股市每日的涨跌、不担心经济情势、妥善管理手上的投资组合，创造另外一种不同于投机客的投资典型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

前言 …… 1
第一章 卓越非凡 …… 1
个人小传和投资事业的开始 …… 2
早期的波克夏哈萨威 …… 6
保险事业投资 …… 8
非保险投资事业 …… 11
新公司探索 …… 14
查理 …… 21
卓越的领导风格 …… 26
第二章 两位智者 …… 32
班杰明·葛兰姆 …… 33
菲利普·费雪 …… 46
两者风格的比较 …… 52
青出于蓝 …… 53
第三章 盲从的短线投机客 …… 59
市场先生 …… 60
预测 …… 61
投资组合的避险功能 …… 63
不按牌理出牌 …… 64
市场真正的价值 …… 65

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济因素 …… 67
通货膨胀 …… 68
经济商誉 …… 73
投资组合的管理 …… 77
不透明盈余 …… 84
旅鼠 …… 88
盲目投资 …… 88
分散投资的谬误 …… 89
第四章 收购企业 …… 92
企业原则 …… 93
经营原则 …… 97
盲从法人机构 …… 103
财务原则 …… 106
市场原则 …… 112
聪明的投资人 …… 118
第五章 永久持股 …… 120
华盛顿邮报公司 …… 121
GEICO 企业 …… 138
首都/美国广播公司 …… 155
摘要报告 …… 172
可口可乐公司 …… 173
永久的合作关系 …… 187
第六章 固定收益有价证券 …… 189
债券 …… 192
套利 …… 196

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换特别股……………………………………………… 199
所罗门股份有限公司………………………………………… 200
美国航空集团……………………………………………… 205
国际冠军公司……………………………………………… 209
美国运通公司……………………………………………… 210
可转换特别股的真实价值…………………………………… 213
第七章 有价股权证券……………………………………… 215
吉列公司…………………………………………………… 216
通用动力公司……………………………………………… 224
联邦住宅贷款抵押公司……………………………………… 231
健力士公司………………………………………………… 237
威尔斯法哥公司…………………………………………… 245
第八章 买进表现良好的股票………………………………… 255
加内公司…………………………………………………… 256
匹兹堡国民银行企业………………………………………… 261
所罗门股份有限公司………………………………………… 267
美国运通公司……………………………………………… 273
华德迪士尼公司…………………………………………… 279
第九章 特立独行者…………………………………………… 287
观察企业全貌……………………………………………… 288
忽视短期价格变化………………………………………… 289
关系投资…………………………………………………… 291
华伦·巴菲特的投资策略…………………………………… 293
华伦·巴菲特投资策略的精华……………………………… 305

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　卓越非凡

我不放弃我所熟稔的投资策略，虽然这方法目前很难在股市赚到大钱；但我不会去采用自己不了解的投资方法，这些方法未经理论验证过，反而有可能产生巨大亏损之风险。

多年来，学术界人士和投资专家们，一直在辩论所谓“效率市场理论”的可行性。这个颇受争议的理论，暗示着分析股票是浪费时间的，因为所有有用的讯息都反映在目前的股价上。那些坚信此理论学说的人半开玩笑地表示，一个经验丰富的财务分析师花几小时阅读最近的年报或每季报表所得到的结果，投资专家直接投掷飞镖在股票报表上，便能成功地得到一样的结果。

尽管如此，仍然有一些人不断打破那些主要的经济情势指标，而获取成功——最有名的例子便是华伦·巴菲特——这暗示“效率市场理论”学说仍有其缺点。但是，效率市场理论学派的人士则表示，不是其理论学说有缺点，而是像巴菲特的情况是一种统计学上罕见的“five-sigma”现象。

1993 年秋天，《富比士》杂志编列一份美国最富有人士的排行榜，榜上除了杜邦、麦伦、皮尤、洛克菲勒等几个家族之外，还有 69 名个人，他们各自拥有净值估计在 10 亿美元以上的财产。其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中名列榜首的华伦·巴菲特，拥有净值83亿美元的财产。在这69个人中，巴菲特是唯一自股票市场获得财富的人。1956年，他用100美元开始他的投资生涯；13年之后，他拥有的现金高达2500万美元；22年之后，他已拥有全美最多的财富。但为了能真正欣赏巴菲特，你不应只注意他的钱财和丰功伟绩。

个人小传和投资事业的开始

华伦·爱德华·巴菲特，1930年8月30日出生于内布拉斯加州的奥玛哈。他是霍华德和莉拉·巴菲特的儿子。霍华德·巴菲特，奥玛哈的长期住民，是当地的一个股票经纪人和共和党的国会议员。当华伦·巴菲特还是个小男孩时，便对数字着迷。他能很轻易地在脑海里作数学运算。8岁时，巴菲特开始阅读他父亲所收藏的股市书籍。11岁时，则在父亲担任经纪人的哈李斯厄汉公司记录股价板。同年他买进自己的第一个股票：城市服务特别股。

当巴菲特因为父亲任职国会，而迁往华盛顿特区居住时，他的兴趣转向自创投资事业。13岁时，巴菲特替两家报社，《华盛顿邮报》和华盛顿《时代前锋报》送报。他用自己的存款购买两台单价25美元的二手弹子机，并将它们放置在当地的理发院。很快地，巴菲特便拥有了七台弹子机，而且每星期还能拿50美元回家。不久后，巴菲特与一个中学朋友用350美元买下一部1934年的劳斯莱斯，并以每天35美元的价格出租。至16岁中学毕业时，他已有6000美元的存款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受教班·葛兰姆

当他在内布拉斯加州大学念大二时，巴菲特读到班杰明·葛兰姆的经典之作《聪明的投资人》。这篇有关投资的论文对巴菲特影响深远，所以在拿到学士文凭之后，他便离开故乡奥玛哈远行至纽约，进入哥伦比亚大学商学研究所就读，受教于班·葛兰姆。葛兰姆一向鼓吹了解一公司实际价值的重要性。他相信能正确计算出这个价值，并以此作为购买股票参考的投资人，能获得较佳的利益。这套数学方法，引发了巴菲特对数字的敏锐度。

从哥伦比亚大学得到经济学硕士学位之后，巴菲特回到奥玛哈，在他父亲的经纪公司里担任一项固定的职位。在这时期内，巴菲特他和从前的老师保持联络，并写信告诉他许多投资的主意。1954 年，应葛兰姆之邀，巴菲特迁回纽约加入葛兰姆——纽曼公司。在此时期，巴菲特完全沉浸在他良师的投资方法里。除巴菲特之外，葛兰姆也雇用了华特·史洛斯，汤姆·奈普，和比尔·阮尼。28 年来，史洛斯继续在 WSJ 有限公司经管金钱。奈普，普林斯顿的化学专家，是特威迪，布朗合伙公司的创始人之一，而阮尼则创立了西格雅基金。

创立合伙投资事业

1956 年，葛兰姆—纽曼公司解散。当时 61 岁的葛兰姆决定退休，巴菲特则回到奥玛哈，带着从葛兰姆得到的知识与来自亲朋好友的财力支持，开始他的有限合伙投资事业。当时，他才 25 岁。

合伙公司开始时，由七个有限责任合伙人，一起出资 10.5 万美元。主要合伙人巴菲特，从 100 美元开始投资。那些有限合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人每年回收他们投资的6%，和超过此固定利润以上之总利润的75%。巴菲特的酬劳则是另外的25%。往后的13年，巴菲特的金钱以每年29.5%的复利成长实属不易。虽然道琼工业指数在那13年中，有五年是下跌的，但巴菲特的合伙公司却依然持续不坠。

巴菲特向他的合伙人保证，"我们的投资将以实质价值而非热门股作为投资的选择基础"，并保证"将会尝试减低长期的资本损失（非短期的名目股价损失）。"在合伙期间内，巴菲特不仅只买下较冷门的股票，也尽量保持对许多公营事业及私人企业的兴趣。1961年，他买下丹普斯特米尔制造公司，那是一家生产农业设备的公司。1962年他开始购买一家叫作波克夏哈萨威纺织公司的股票。当时它正艰苦支撑其营运。

随着知名度的增加，有越来越多的人要求巴菲特替他们理财。而随着投资人的陆续加入，越来越多的合伙关系也跟着成立，直到1962年巴菲特决定重组这些合伙关系，成为一个合伙体。那一年，他把他的合伙营业处，从家乡搬到位在奥玛哈的奇威特广场，至今他的营业处仍在这里。到1965年之前，合伙体的资产已达到2600万美元。

拒绝投机

1969年，巴菲特决定结束合伙投资。他发现市场里充斥着投机风气，而真正有价值的投资却相对难求。在1960年下半年，市场被一些高价位的成长型股票所主宰。"俏皮的五十"（所谓五十，指的是本益比）常挂在每个投资人的口中。像雅芳、IBM、宝丽来和全录等公司的股票交易，其本益比高达50到100倍。巴菲特写信给他的合伙人，坦承他已跟不上目前市场环境的步调。"然而，在某一点上，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是清醒的，"他表示，"我不放弃我所熟稔的投资策略，虽然这方法目前很难在股市中赚到大钱，但我不会去采用我不了解的投资方法，这些方法未经理论验证过，反而有可能产生巨大亏损之风险。"

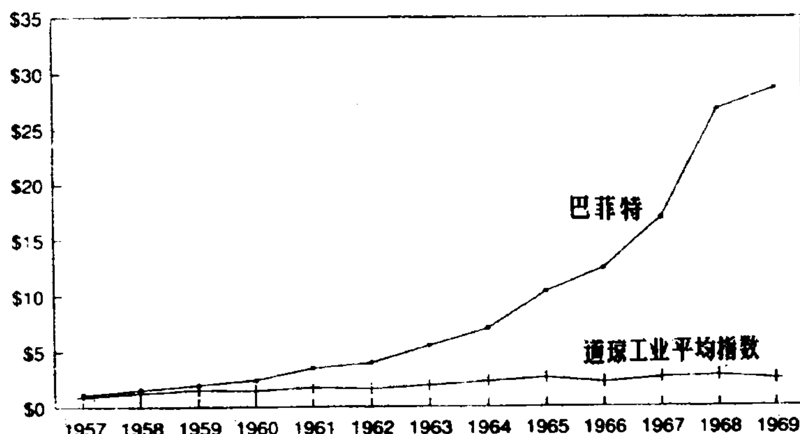


图 1. 1 投资金额累计，巴菲特合伙体与道琼工业平均指数

在合伙之初，巴菲特曾经立下目标，希望每年的获利率平均超过道琼工业指数报酬率十个百分点。在 1957 年和 1969 年之间，他的确做到了——不只十个百分点而是二十二个百分点（见图 1. 1)！当合伙解散的时候，投资人各自收到他们投资比例的利润。有些投资人学到了市府公债投资，有的则被指定为资金管理人员。唯一受巴菲特推荐的人是比尔·阮尼，他是哥伦比亚的同班老同学。阮尼同意经营管理一些合伙人的金钱，西格雅基金因此诞生。其他的合伙成员们，包括巴菲特，将其股份投资在波克夏哈萨威。巴菲特的合伙持份已经成长到 2500 万美元，这使他足以控制波克夏哈萨威。在未来的 20 年里，巴菲特和波克夏的财富皆持续狂涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早期的波克夏哈萨威

波克夏棉花制造公司，于1889年成立，40年后，波克夏与其他纺织工厂合并，成为英国最大的工业公司之一。在此时期，波克夏生产全国棉花所需的约25%，并消耗掉新英格兰发电量的1%。1955年，波克夏和哈萨威制造公司合并，公司名字也跟着改为波克夏哈萨威。

很不幸地，在合并后的几年里，景气持续低迷。不到十年，股东权益就已经滑落一半，营运损失也超过1000万美元。尽管公司合并的结局如此悲惨，巴菲特合伙体仍在1965年取得波克夏哈萨威的控制权。在后来的20年，巴菲特连同管理纺织部门的肯恩·却斯，虽一起努力想重振新英格兰的纺织业，结果却非常令人失望，股东权益报酬率勉强才达到两位数。

在1970年末，波克夏哈萨威的股东们，开始质疑继续投资纺织品是否为明智之举。巴菲特不隐瞒经营上的困境，但在许多场合里，他解释他的想法：这种纺织工厂是地方上最大的雇主；劳动力则来自年龄比较老的团体，他们的工作专业技术较难移转；管理阶层显示出高度的工作热诚；最后，巴菲特相信纺织企业仍有一些利润可图。然而，他清楚地表示，他希望那些纺织品部门，在适当的资本支出上赚取利润。“我不会因为只是为了要让我们公司的获利率增加一丁点，而去关掉一个利润低于正常的事业。”巴菲特表示。“我也觉得即使是一家有超额利润的公司，也不该资助一项在未来将有重大亏损的投资活动。亚当·史密斯不会同意我的第一点建议，而卡尔·马克斯也不会同意我的第二点建议；中庸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之道”他解释，“是唯一让我觉得舒服的投资策略。”

随着波克夏哈萨威进入80年代，巴菲特领悟到一些事情。首先，纺织品的特性使得企业想获得高利润几乎是不可能的。纺织品属日用品类，就定义来讲，日用品是很难和竞争者的产品有太大差异。来自外国的竞争厂商，雇用工资较便宜的劳工，把利益都榨干了。其次，为了维持竞争力，纺织工厂渴求大量的资金投入，以改良生产设备——碰上通货膨胀，此举相当骇人，如果企业回收的利润不足，将造成企业的灾难。

巴菲特面临抉择的困境。如果他为了要保持竞争，而在纺织部门作重大的资金投资，则波克夏哈萨威在一个不断扩张资本的基础下，所剩的将只有蝇头小利。如果停止投资，波克夏的纺织工厂在竞争力上，将落后其他国内纺织制造商。不论波克夏是否要再投资，国外的竞争者仍因雇用比较低廉的劳力而维持其优势。

到了1980年，年报显示出纺织部门未来的恶兆。该年度，纺织事业失去了它在董事长致辞中所享有的声望和主导地位。隔年在致辞中，甚至未作任何相关讨论。最后不可避免地，在1985年7月，巴菲特结束了纺织事业投资，也结束了一个一百多年的企业。

尽管在纺织投资上巴菲特遭到了挫败，但这并不代表他个人彻底的失败。首先，巴菲特在公司转型上学习到宝贵的一课：结论是它们很少成功；其次，纺织投资在较早的几年，确实创造了足够的资金，可以让波克夏买下一家保险公司，这是公司另一项辉煌的事迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险事业投资

1967 年 3 月，波克夏哈萨威以总价 860 万美元，购买了总部设在奥玛哈的二家绩优保险公司的股权，国家偿金公司和全国火水险公司，它是波克夏哈萨威传奇成功的开始。

要鉴赏这则传奇，先要了解拥有一家保险公司的真正价值何在。保险公司有时候是好的投资标的，有时却不然。但是，他们一定是一流的投资工具。保险客户支付保费，提供了经常性的流动现金；保险公司则把现金加以投资，直到保户申请理赔为止。因为不确定何时会发生理赔，保险公司倾向投资变现能力高的有价证券，主要是股票和债券。如此，华伦·巴菲特不只取得了稳健经营的保险公司，亦获得其日后投资所需的丰厚资金来源。

不做赔本生意

1967 年，国家偿金公司和全国火水险公司拥有价值 2470 万美元的债券，和 720 万美元的股票投资组合。在二年内，华伦使两家保险公司的股票和债券总值达到 4200 万美元。对像巴菲特这样一个经验丰富的股票玩家而言，这是张漂亮的成绩单。他还算成功地管理好有关纺织公司的证券投资组合。当 1965 年巴菲特经营波克夏的时候，公司持有价值 290 万美元的上市证券。第一年结束时，巴菲特使证券价值增加到 540 万美元。1967 年，投资上的收益是整个纺织事业的 3 倍，为普通股投资组合的 10 倍。

当巴菲特退出纺织业，进军保险业的时候，有人认为他不过是从一家普通商品公司转换至另外一家普通商品公司。保险公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如纺织业，都在卖一些无法制造差异化的产品。保单都已标准化，任何人都能再复制一份。保险公司不会因商标、专利、地点的优势，或原料而有所不同。要领到执照是很容易的，而且保险费率也是公开的。一般而言，唯一可区别保险公司差异的属性是其人力资源的优劣。每个经理人投入的努力，都对公司的绩效有巨大影响。

在 1960 年下半年，保险是个利润颇佳的行业。在 1967 年度结束时，国家偿金公司在收到的 1680 万美元保费里，就净赚了 160 万美元。到了 1968 年，净利上升到 220 万美元，保费则增加至 2000 万美元。

巴菲特早期在保险业里的成功,使他更积极地扩张这个领域。在 70 年代，他买下了三家保险公司，并购并了其他五家保险公司。

尽管保险事业持续获利，到了 70 年代后期，巴菲特开始有了一些顾忌。某些他不能立即控制的因素开始影响保险成本。虽然消费者物价指数每年以 30%成长，但医药费和汽车修理费却快速成长 3 倍。此外，经法院判决必须赔偿给原告的损害赔偿费用，也以惊人的速度增加。巴菲特估计总成本每个月约成长 1%；除非保险费率相对上涨，否则收益会开始缩减。

但是，费率不涨反跌。在商品市场上，低价策略是为了增加市场占有率。巴菲特知道问题出在一些公司宁愿赔本经营，也不愿冒失去市场占有率的风险。显然它们是在打赌保险费率将会回升，如此一来公司便能获取利润，并抵销掉稍早已认列的亏损。然而，巴菲特的常识却阻止他扩张波克夏的保险事业至无利可图的交易。巴菲特相信，大多数的保险人将会继续接受无利可图的保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单，直到极大的灾难（无论是天然的或财务上的）出现为止。

只做合理价格的交易

由于不愿在价格基础上竞争，巴菲特找到其他的二个方法来凸显波克夏保险公司。首先，是借由它的财务实力。今天，在产物保险业界里，波克夏的投资组合净值仅次于州农公司，排名第二。除此之外，波克夏的投资组合对保费收入的比率，是这行业平均值的3倍。

第二个方法是，巴菲特不在意波克夏承保保额的大小。依照巴菲特的作风，在任何年度，他愿意承保保额为去年五倍，或只有五分之一的保单。他希望公司一直能承保大量的保单，但价格必须合理。如果价格非常低廉，只要有小额交易他就非常满足了。这种承保哲学被国家偿金公司的创立者，杰克·林华特，逐渐灌输在该公司的企业文化中。自那时候起，巴菲特表示，波克夏从不曾放弃遵奉这种承保原则。

波克夏保险成交量的戏剧性改变，不只是因为波克夏本身的原因，巴菲特解释道，更因为那些“今天在这里，明天便离去”的其他保险公司。当竞争对手以低于预期成本的价格承保时，顾客便离波克夏而去。但是，当保险公司因为近期的亏损而退怯，纷纷从市场消失的时候，巴菲特强调，波克夏依旧挺立继续做一个稳定的保险供应商，但只做价格合理的生意。巴菲特的方法被比喻为保险业的安定剂。“当市场供应量不足时，我们加入大把的供应量，而当市场供应充裕的时候，我们便较不具竞争力。当然，我们不是因为要做稳定剂而遵循这个政策，”他表示，“我们遵循这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ: 958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个政策，是因为我们相信它是最合理、最有利的企业经营方法。”

在90年代，激烈的价格竞争、持续不断的保险亏损，和不好的投资报酬，共同为保险业制造一幅不安的景象。巴菲特不断地演讲表示，财务结构的健全和负责的财政，将使波克夏哈萨威与众不同。波克夏优良的财务实力，已使它的保险营运方式不同于其他同业。也就是说，巴菲特使得波克夏保险公司的财务结构健全，造成它在市场上形成某种独占力量，否则充其量，它将只是另一种商品企业罢了。

可以肯定的是，波克夏保险公司在过去10年内承受了不少痛苦，而巴菲特也因错误的保险决策，尝到该吃的苦头。但是他的投资专业知识，以及运用一般常识于商业决策的作风，已使得波克夏哈萨威的股东们，具有令人羡慕的地位。

非保险投资事业

波克夏哈萨威股份有限公司，以控股公司而闻名。除了保险公司，它也拥有报纸、糖果、家具、珠宝、百科全书出版社、真空吸尘器以及制造和销售制服的公司。

关于巴菲特如何取得这些不同企业的故事，是相当有趣的。也许除此之外，这些故事还能使我们了解到，巴菲特是如何评价一家公司。

你也许会有一点点吃惊，他评估可能被并购之公司的标准，竟和评估波克夏哈萨威股票投资组合的标准相同。关于华伦的投资策略，还有另外一个影响因素。如我们将于后文所见，拥有这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司也提供了巴菲特实际的经营经验，这对他后来收购股票是很重要的参考资讯。

蓝筹印花公司

在收购波克夏哈萨威之后不久，巴菲特开始计划购并一家名为多角化零售的控股公司的股票。它拥有巴尔的摩一家百货店，赫区柴德——肯恩并拥有联合零售连锁店，那是一家专卖女装的公司，有75家连锁店。如同纺织工厂，巴菲特以低于帐面价值的价格买下这家公司，此外，公司的管理人员，如巴菲特所言，是"第一流的"。但很不幸地，正如纺织工厂，低廉的购并价格和顶尖的管理人才，并没有让巴菲特从这陷入困境的企业中解脱。在与多角化零售公司合并三年后，巴菲特卖掉赫区柴德——肯恩公司，并在1987年，卖掉联合零售连锁店。两者皆因经济衰退而出售。但是，就像当初纺织工厂给与巴菲特机会，使他能筹资加入保险业一样，买下多角化零售公司，也让波克夏有机会经营管理三种新的事业。

除了百货店之外，多角化零售公司还拥有一家名叫蓝筹印花的公司。它提供超级市场和加油站换取商品的赠券送给顾客。印花被收集在本子里，用来兑换商品。为了采买所需赠品，那些超级市场和加油站设立一笔钱，或一些流动资金，而由蓝筹印花公司负责管理。在60年代后期，蓝筹印花公司未兑现的印花，代表超过6000万美元的流动资金。这些流动资金使得巴菲特可以购买其他企业，包括糖果公司、报纸和储贷业。

波克夏哈萨威借由它的附属公司，在60年代末期开始购买蓝筹印花公司的股权。巴菲特自己也买了蓝筹印花公司的股票。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多角化零售公司和波克夏哈萨威合并之后，波克夏哈萨威变成蓝筹印花公司的大股东。终于，在1983年，透过两公司的合并，波克夏哈萨威取得蓝筹印花公司全部的股权。

喜诗糖果店

1972年1月，蓝筹印花公司买下喜诗糖果店，这是美国西岸一家盒装巧克力的制造商和零售商。对方开价4000万美元。喜诗拥有1000万现金，所以实价是3000万美元。巴菲特开价2500万美元，卖主同意接受。

查克·赫金斯负责喜诗的长期业绩，自从被蓝筹印花公司买下后，喜诗便一直由赫金斯经营。今天，赫金斯经营325家糖果店，并且每年要监督2700万磅糖果的生产和行销。1993年，喜诗有2.01亿美元的销售额，而且回馈给波克夏2430万的营业净利。由于巧克力的销路在美国一向萧条，便晓得这是极佳的成果。喜诗的成功基于二个重要因素，产品品质和顾客服务。

1982年，有人向巴菲特出价1.25亿美元，想要买下喜诗，这是1972年买进价格的五倍。巴菲特决定不卖，这是明智的决定。过去11年来，喜诗已回馈给波克夏2.12亿的税后盈余。同一时期，喜诗总共提拨了4400万美元的资本支出，扣掉折旧和摊销费用约略等于3900万美元。

水牛城新闻报

像喜诗一般，《水牛城新闻报》也经由购并蓝筹印花公司，成为波克夏哈萨威的事业之一。在1977年，蓝筹印花公司以3300万美元，自小爱德华·芭特太太手中买下《水牛城新闻报》。还是小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

男孩时，巴菲特和童年的朋友曾一起出版过一份赛马消息小报，《马童快讯》。当时，他只能梦想拥有一家大都市的报社。今天，巴菲特可以吹嘘《水牛城新闻报》的成功，一如骄傲的父亲吹嘘儿子的成功一般，他是有绝对的理由感到骄傲。

渗透率和新闻占版面的比率，是评定一家报纸成功与否的两个重要准则。渗透率，或说当地住家每天购买此报纸的百分比，《水牛城新闻报》在大都市报纸的市场渗透率上，排名第一。新闻占版面的比率，即报纸投入到新闻而非广告的部分，在 1990 年，到达 52.3%。这使得《水牛城新闻报》成为全国最“富有新闻”的报纸。

新闻占版面的比率和利润之间的关系是紧密相连的。新闻占版面比率高的报纸将会吸引比较广泛的各类读者，因此增加了市场渗透率。而高的渗透率又使报纸成为企业宝贵的广告工具。此外，借着高渗透率新闻报得以持续降低成本，而能发行一半页数都是新闻的报纸。

新闻报的成功主要来自总编辑默里·莱特和发行人史丹·利普西的努力。二人自蓝筹印花公司买下新闻报，及后来被波克夏哈萨威购并后，一直跟随着《水牛城新闻报》一起成长。透过史丹，利普西和默里·莱特的努力，《水牛城新闻报》成为报业的翘楚，他们的成就值得尊敬而报以起立鼓掌。

新公司探索

自 1982 年起，巴菲特开始在波克夏的年报刊登广告，收购准备出售的企业。特别是，他正在寻找税后盈余能力，一直维持在千万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元以上的公司。此外，他也在寻找不需举债太多，便能够有很好股东权益报酬率的公司。这企业必须是简单且可了解的。如果它牵涉到高科技，他承认将无法了解这家公司。最后，巴菲特希望公司本身就足以提供经营管理的能力，他并不想要供应管理技术。

在波克夏 1990 年的年报中，巴菲特特别针对那些想卖掉家族企业的人，撰写一则董事长致辞与他们分享。有趣的是它透露出巴菲特的想法。

巴菲特在致辞中指出，波克夏没有收购部门，或受企管硕士训练的经理人。他收购公司，但不提供管理。巴菲特收购的企业在经营上有非常高的自由度，且通常由收购前的同一批家族经营者继续经营。事实上，巴菲特通常会要求成功管理企业的经理人，继续留在公司服务。因为税务上的理由，波克夏购买公司大部分的股权，如此方能合并盈余。以前的公司所有者仍保有少数的股权。巴菲特唯一控制的部分是资金的分配，和高层管理人员的报酬。在这两个范围之外，经理人可对他们认为适宜的一切公司大小事，自己做决定。正如巴菲特所言，有些经理人会和他讨论企业环境，有些则不会。这是个人特质使然。

在买卖完成之后，巴菲特都会写信给卖主，告诉他们：你不会比以前更富有；未来，你将只拥有不同类型的财富。你将会以企业的一部分来交换一大笔现金。这些现金最后仍将投入股票市场和债券市场，比起原来的企业，这是你较不熟悉的领域。

因为家族企业中握有股份的家族成员，在资产管理上时常发生冲突，所以波克夏所提供的企业关系模式是相当理想的。那些原家族企业所有者能够重新分配家族成员的财富，并同时保有他们长期珍惜的部分企业股权。而巴菲特则得到了一个伟大的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并分配到一定比例的公司盈余，以及一组证明其经营纪录卓越的管理阶层。

从波克夏年报的公告中，可以看到一群已经被收购的公司名单。在1993年，非保险事业的总销售额达到20亿美元；波克夏的税后盈余净值达1.76亿美元——占1993年波克夏全部营业收益的37%。

内布拉斯加州家具商场

内布拉斯加州家具商场，在奥玛哈仅有一间门市，是全国最大的家用家具店。1983年，波克夏哈萨威购买90%的NFM股权，剩余的10%，则由那些继续经营企业的家族成员保有。路易·布朗金仍为总经理，而他的三个儿子——龙、俄夫和史蒂夫——继续为公司的成功而效力。家族的女家长及董事长为萝丝·布朗金，路易的母亲。布朗金太太，昵称为B太太，在1937年以500美元创立NFM。当巴菲特买下NFM时，B太太已90高龄而仍然一星期工作七天。

从开业的第一天起，B太太的行销策略就一直是“价格低廉，诚实公道。”当巴菲特购买NFM的时候，它在一个20万平方尺的商店里，每年的销售额达一亿美元。在收购十年后，每年的销售额成长到2.9亿美元，属于波克夏的税后净利则成长到7800万美元。

有趣的是，NFM的销售额成长比奥玛哈的人口成长更快。当NFM每年的销售额达4400万的时候，巴菲特表示，好像公司已满足了奥玛哈全部的家具需求。所以，NFM如何继续成长？答案是逐渐增加它的销售区域。几年前，一份“得梅因市消费者报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告”指出，NFM 是门市不在该城的 20 家家具零售商中，最受消费者欢迎的第三名；它远在 130 里外的奥玛哈。

波珊珠宝店

B 太太从俄国移民后不久，她的父母和五个兄弟姊妹也随后跟来了。她的姊妹之一，丽贝卡在 1948 年嫁给了路易斯·弗莱德曼，并一起买下在内布拉斯加州奥玛哈的小珠宝店。弗莱德曼先生的儿子，艾克，在 1950 年加入家族企业，最后艾克的儿子和二个养子也加入了。

布朗金经营家具生意的方法，和弗莱德曼从事珠宝买卖的方法如出一辄：价格低廉，诚实公道。正如 NFM，波珊珠宝店也有一个很大的卖场。因此，波珊的费用支出比率，远低于大多数的竞争者。波珊创造了高销售量和强劲的购买力。着眼于费用支出和光临店面的顾客流量，使波珊在销售旺季每天有 4000 名以上的顾客光临，弗莱德曼确实有他成功的秘诀。

如同 NFM，波珊也设法使它的市场延伸到奥玛哈以外的地方。一些顾客长途旅行就为了到波珊采购，公司也有一强势的邮购企业，这使得营业成本降低——占销售额的 18%，其他竞争者则是 40%。

执美国低价零售业牛耳的华马特，其营业成本则低至 15%。能用在尿布上的，巴菲特说，也能用在钻石上。藉着压低成本，波珊能够在低廉的价格上销售产品，并且扩张它的市场占有率。据巴菲特表示，除了纽约市的第凡内，奥玛哈的波珊珠宝店的业绩凌驾全国任何其他的珠宝店。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费区海默兄弟公司

1986年1月，鲍勃·海德曼，费区海默兄弟公司的董事长，同时也是波克夏哈萨威的一个长期股东，写信给巴菲特。他表示曾经看过波克夏的广告，而且认为费区海默公司合乎巴菲特的条件。巴菲特和海德曼在奥玛哈碰面，到了这年夏日，巴菲特又增加了新的事业。

费区海默公司专门制造和分销制服。公司历史可一直追溯到1842年，而海德曼家族自1941年以后便加入公司。一如布朗金和弗莱德曼，海德曼也是跨世代的工作家族。鲍勃兄弟、乔治·海德曼以及他们的儿子——盖瑞、罗杰和佛烈德——都位居企业的管理阶层。海德曼家族希望继续经营企业，但是重新分配企业的财富更重要。从波克夏得到一些现金，并仍然保有公司部分的所有权，是最好不过的。

至今，巴菲特从未拜访过位在辛辛那提的费区海默总部，也不曾到过它的任何一个工厂。这家公司的经济实力非常稳固，而海德曼则教育公司管理阶层的下一代，作为新的接班人。1986年巴菲特支付4600万美元，买下公司84%的股权。在紧接的六年间，营收从7500万美元成长到1.22亿美元，而资本支出每年平均少于200万美元。在此时期，费区海默已经回馈给波克夏4900万美元的税后净利，平均赚进最初股东权益的14%。

史考特费泽公司

史考特费泽公司拥有几项领导性的产品，包括柯尔比吸尘器、世界百科全书（包括儿童手工艺作品和早期的学习教育）、韦恩火

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

炉、机油箱、用品、污水帮浦、坎贝尔空气压缩机、气动工具和油漆工具等等。公司总部设在俄亥俄州西湖城，而由洛夫·史奇经营。

当波克夏买下史考特费泽公司的时候，公司经营17种业务，每年销售额达七亿美元。巴菲特把公司分为三个部门，柯尔比吸尘器、世界图书，和史考特费泽制造部门——都由洛夫·史奇经营。

1986年1月，巴菲特支付3.15亿现金给史考特费泽，使它成为波克夏收购行动中，最大的企业之一。自此以后，这个并购已远超过他自己乐观的期望。今天，史考特费泽的三个部门，约占波克夏非保险营业盈余的35%。

1992年，史考特费泽赚进1.1亿美元的税前盈余。难以置信的是，巴菲特说，公司达成这些盈余，只用了1.16亿的股本和极少的借款。史考特费泽的股东权益报酬率，巴菲特表示，很容易便能名列《财星》杂志五百大企业的前1%。过去七年来，公司一直在减少固定资产和存货的投资。史考特费泽已回馈给波克夏哈萨威超过100%的盈余，同时也不断递增自己的盈余。波克夏哈萨威从史考特费泽的收购中，获利颇多，其中主要的原因，巴菲特吐露，是洛夫之故。

H·H·布朗制鞋公司

1991年7月，波克夏以现金购买H·H·布朗制鞋公司，一家专门制造、进口和销售鞋子的公司。1992年，它的税前利润有2500万美元。

在最佳状态，巴菲特表示，鞋业仍是一种经营不易的行业；想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要成功，制鞋公司需要杰出的管理人才。幸运的是，波克夏哈萨威在H·H·布朗的购进成本中，包括了法兰克·隆尼。

1929年，一位名叫雷·海佛曼的企业家以一万美元买下H·H·布朗。不久之后，法兰克·隆尼娶了海佛曼的女儿。在结婚那天，他的新岳父告诉他，应该放弃任何想在H·H·布朗工作的念头。法兰克为此转为梅尔维尔制鞋公司效力，而且后来成为这家公司的后身，梅尔维尔企业的总经理。90岁时，雷·海佛曼罹患疾病，终于要求法兰克回来经营H·H·布朗公司。雷·海佛曼死后，海佛曼家族决定卖掉制鞋事业，成为波克夏哈萨威控股公司旗下的一员。

虽然鞋业一直是个不好经营的行业，但为了三个因素，巴菲特仍然决定购买H·H·布朗公司。首先，该公司有相当的获利能力；其次，法兰克·隆尼同意继续管理这家企业；第三，H·H·布朗公司有一个不寻常的薪资制度，依照巴菲特所言，“深得我心”。每一年，H·H·布朗支付经理人基本薪资7800美元，加上公司资金转投资之后盈余的固定比率当作红利。巴菲特表示，这让经理人知道天下没有白吃的午餐，这项公平的奖赏制度是要付出代价的。事情经常是，他表示，不论利润、亏损和资本转投资收益如何，经理人都拿固定的薪水。在H·H·布朗，那些经理人，真的与股东们穿同一双鞋。

德克斯特鞋业

用现金购并公司是巴菲特的偏好。然而，他偶而会发行波克夏哈萨威的股票，以交换公司的所有权，但条件是，只有当波克夏得到的实质价值和所放弃的一样多的时候。1993年秋天，波克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夏同意以 4.2 亿美元的波克夏哈萨威股票——25221 股，买下德克斯特制鞋公司，以扩大它在制鞋业的投资。

德克斯特制鞋公司，总部设在缅因州，是全国最大的独资鞋类制造商。因为有了 H·H·布朗的成功，使巴菲特十分熟悉制鞋业。巴菲特表示，德克斯特制鞋公司是波克夏欣赏的类型。公司有长期获利的纪录。它的鞋子，巴菲特认为，代表一种独有的商品特许权。德克斯特的新英格兰鞋，包括了它众所周知的平底靴和船型鞋。最后，巴菲特分享德克斯特专注在长久目标的经营哲学。巴菲特承认，他会以现金或股票购买德克斯特。想要波克夏哈萨威股票的，就是德克斯特的股东。

查　　理

任何有关华伦·巴菲特和波克夏哈萨威的论述，若没有提到查理·孟杰，都不算完整。查理·孟杰，那些波克夏年报读者们口中的查理，是波克夏哈萨威的副董事长。在巴菲特的眼里，他也是波克夏的共同经营合伙人。

他们的友谊，开始于三十多年前。查理是土生土长在奥玛哈的本地人，但是，跟巴菲特不同的是，他所受的教育是在法律事务上，而不是商业。从哈佛法学院毕业之后，查理在洛杉矶开了一家名叫孟杰托尔斯暨奥尔森的法律事务所。在 1960 年拜访奥玛哈期间，查理和巴菲特碰面，话题很自然地转到投资上。巴菲特尝试说服查理致富之道在投资，而不是法律。巴菲特的论据很令人信服，因为不久之后，查理也创立了类似巴菲特的投资合伙事业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从1962到1975年，查理极为成功地经营了一个投资合伙体。尽管1973至1974年股市低迷，他的合伙体每年仍有19.8%的平均年复利报酬率，远胜于同一时期道琼工业指数的平均报酬率5%（见图1.2）。查理的投资组合是集中在较少类，但金额较大的股票上，所以投资报酬变动很大。虽然如此，他的方法却与巴菲特非常类似，他们俩都在找寻一些股价低于其潜在价值的企业。

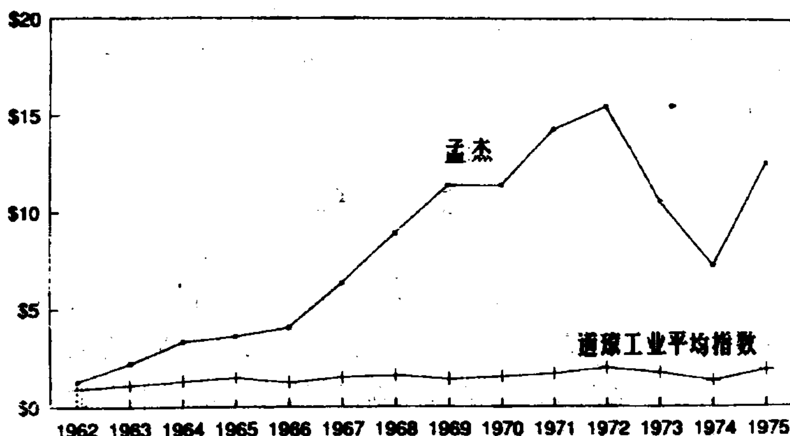


图1.2 投资金额累计，孟杰合伙体与道琼工业平均指数

查理投资的其中一个公司是蓝筹印花公司。与巴菲特同时，查理在1960年末，开始买进蓝筹印花的股票；最后，他成为该公司的董事长。他的责任包括管理蓝筹印花公司的有价证券投资组合，那是用来抵销印花偿还负债用的。

从60到70年代，查理和巴菲特一直保持联络。1978年当多角化零售公司与波克夏哈萨威合并的时候，他们的关系就更正式了。彼时，查理成为波克夏哈萨威董事会的成员；当波克夏和蓝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

筹印花公司合并的时候，他成为副董事长。在蓝筹印花公司到达它盈余最高点期间，巴菲特和查理不只取得喜诗糖果和《水牛城新闻报》，在1973年，他们已取得魏斯科财务公司（Wesco Financial Corporation）80%的股权。

魏斯科财务公司

查理担任蓝筹印花公司的董事长期间，路易斯·文森缇是魏斯科财务公司的总经理。在蓝筹印花公司和波克夏哈萨威合并之后，当时77岁的文森缇，退休下来，查理便成为魏斯科的董事长和总经理。公司有三个主要的子公司：精密钢铁、魏斯科财务保险公司和相互储贷公司。

精密钢铁公司，位于伊利诺州的富兰克林公园市，是魏斯科在1979年以1500万美元买下的。精密钢铁公司给人的第一印象，看起来像是另一家普通商品公司。但是，该公司在供给特级带钢上享有盛名。它们的价格合理，而且技术服务一流。在供应短缺时期，精密钢铁公司得到全国的认同，是可信任的供应商。自1980年以后，精密钢铁公司从未赔钱。在1993年，它的营业净收入达200万美元，占魏斯科总净收入的10%。

1985年，魏斯科投资4500万于一项和波克夏哈萨威的联合投资计划中，成立一家魏斯科财务保险公司。最初，魏斯科只承作部分的消防员基金再保业务。1988年以后，魏斯科开始承保产险；它现在在内布拉斯加州、犹他州和爱荷华州均有执照许可证。查理也仿效巴菲特长久以来的作风，不承保无利可图的保单。现在，就像波克夏哈萨威，魏斯科是家长期性资本企业，而且是短期表现良好的保险公司。虽然如此，在1993年，魏斯科的营业收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入仍达 1240 万美元，是魏斯科总净收入的 60%。

虽然查理固定在每年的魏斯科年报上，向魏斯科的股东们说明保险企业的风险所在，但很清楚地，保险业才是巴菲特的最爱。查理的最爱则是储贷业。

查理参与储贷业可追溯到二十几年前。当时，他遭受无知员工怠工，甚至从事犯罪活动，及监督人员不足，缺乏财源等因素所造成的产业风险。类似这种可怕的经验，巴菲特对保险业也有相同的体会。

当储贷业的灾难开始出现时，很少人愿意或有能力采取因应措施，以躲过这明显的金融恐慌。但是，查理·孟杰却鼓起勇气改变，带领相互储贷公司进入新的方向。在 1979 和 1985 年之间，因为储金的高成本和未来利率的不确定，相互储贷公司没有新的放款。1980 年，查理卖掉 15 个分公司，只留下总部和对街购物中心里的一间分公司。他还卖掉储蓄帐户中的 3.07 亿美元，和同值的最高殖利率贷款抵押。唯一留下的是最低殖利率和最快到期的抵押。

简言之，在看到那些危险讯号之后，查理减轻他的装载，排除障碍，准备扬帆航行至暴风圈内。1981 年，尽管营业利润低，相互储贷公司仍有最高的股东权益与总负债比。相互储贷公司也有高比率的资产投资于短期票券、中期免税债券和公用事业特别股票，它们的税前获利几乎是一般存放款抵押投资组合的二倍。

巴里司和詹姆斯

在最后的 30 年间，查理和巴菲特之间的友谊更密切了。巴菲特把他俩比喻做波克夏版的“巴里司和詹姆斯”，在波克夏的股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年会里，他们坐在欧芬戏院舞台上的直靠背椅，回答股东们的问题。几年前，巴菲特羞怯地宣布他买了一架公司专机，查理为此感到懊恼。查理认为这主意很奢侈，而且想命名这架飞机为“精神错乱”。巴菲特开玩笑表示，查理所谓奢侈的旅行，是坐有冷气的公共汽车。事实是，查理确实坐飞机旅行，但坐的是普通舱。由于彼此在为飞机命名一事上无法妥协，查理和巴菲特最后决定采用“无议”这个名字。

查理的节俭不只在他选择旅行的方式而已。每年，查理都要负责撰写魏斯科的年报。他不雇用财务公关，也不使用彩色曲线图或图表，时常年复一年的，在年度报告里使用相同的描述。不像巴菲特，查理在年报里，确实使用过魏斯科公司总部的相片(黑白的)，但许多年来他始终使用同一张，直到股东们嘲讽他，使用这么旧的相片，连1960年代的车都还看得见，他才终于忍受不了换了张新的——但仍是黑白的——魏斯科公司总部的相片。能够看出的唯一差异，查理表示，就是房屋建筑前面的那些树长高了。还好，经过这些年来，魏斯科股东的投资也成长了。1973年当波克夏购并魏斯科的时候，魏斯科的股价是六美元一股。至1993年年底，上涨到一股129美元。多年来，除一般适度的股利发放外，从1973年以后，魏斯科的股票报酬率达16.6%。

1991年，肯恩·却斯退休了，而巴菲特的妻子苏珊，被提名递补波克夏哈萨威董事会的缺。巴菲特太太是波克夏哈萨威的第二大股东。而且如果她活得比巴菲特久，她将会继承他的波克夏股份。假使巴菲特死了，有两件事可以使波克夏的股东们以资慰藉。首先，没有任何巴菲特的股票会被卖掉，巴菲特太太也受命，不得因为吸引人的价格，而出售任何波克夏的子公司。而更重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是，巴菲特已经请查理接下管理波克夏哈萨威的重责大任。除此之外，巴菲特幽默地向他的股东们解释，“我一死，波克夏的盈余将立刻增加100万美元，查理将在隔天就卖掉公司专机，无视我希望和无议号一起埋葬的愿望。”

查理和巴菲特都对以一般常识为标准的经营原则，抱持不让步的态度。就像巴菲特，在保险业里忍受着低报酬，有时甚至拒绝接受保单一样，当存放款业务难以控制风险的时候，查理也曾拒绝放款。两者皆表现出管理高品质企业，所必备的管理能力。波克夏哈萨威的股东们，有幸得这样的两位合伙管理人来照顾他们的利益，帮他们在各种经济环境下赚钱。依照巴菲特对强制退休的规定——他根本不信这一套——波克夏的股东们将继续受益于两个人而非一人的智慧，直到长远的未来。

卓越的领导风格

华伦·巴菲特不是一个容易说得清楚的人。事实上，他真的难以形容，这可以从他时常露出祖父般的慈祥面容看出来。论智谋策略，他是一个天才；但从他与朋友交往时，所表现出的亲切平实特质来看，他又是个一点都不复杂的人。他是一个平实、坦率、直言不讳、正直、诚实的人。他既有老谋深算的智慧，又时常显露出庄稼汉的幽默。他推崇合于逻辑的事理，但不能忍受愚蠢。他喜爱简单明了，痛恨复杂冗长。

当我们阅读年报时，时常可以惊讶地发现到，巴菲特轻松地引用圣经、凯因斯或梅·韦斯特（编注：美国女演员，以胸部丰满出名）的话。当然，我们必须亲自阅读，才能体会其中的妙理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一份报告均厚达 60 至 70 页，充满着大量的资讯，而且没有图案、彩色照片和表格。凡是只要能坚持从第一页开始，而且中间没有任何间断地阅读至最后一页者，在完成这项艰苦训练后，都能得到一剂财务管理、幽默智慧、理直气壮的诚实营养补针。华伦·巴菲特十分坦率，对波克夏的优势和弱势，均不避讳地加以强调。他认为波克夏股票的投资人亦是公司股东之一，所以他有义务告诉他们全部的资讯。

华伦·巴菲特所领导的这家公司其实这就是他个人人格、管理哲学，及其生活方式等的具体表现。细看波克夏，我们似乎可以领略到巴菲特的主要原则，几乎全涵盖在他的管理当中。这些特质——如后面章节所介绍的——是华伦·巴菲特寻找投资标的的准则，处处可见于波克夏哈萨威投资公司。同时，华伦·巴菲特的投资策略亦散见于这些公司非凡，却又令人耳目一新的企业政策：慈善捐款决策过程与管理阶层薪酬计划，这两个例子应足以说明这一切。

绩效论薪酬

管理阶层薪酬计划，长久以来就是股东与管理者之间争论不休的话题。高阶管理阶层的年薪动辄超过一百万。除了这些优厚的年薪之外，公开上市公司的主管人员亦习于接受公司赠与固定价格的股票选择权，这些赠与和主管人员的工作表现毫不相干，而与公司的盈余息息相关。

股票选择权没有经过选择就分配给主管人员，巴菲特说，会造成表现不好的主管人员与表现良好的主管享有同等的奖励。巴菲特认为，即使您的球队赢得锦标，对打击率三成五的打者给予

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的奖赏，必与一成五的打者不同。

在波克夏，巴菲特采用绩效来衡量主管的薪资报酬。薪资报酬与企业大小无关，与年龄或波克夏的整体利润也无关。巴菲特所关心的是，每一单位绩效都应受到奖励，不论波克夏的股价是涨是跌。主管应依其责任范围内预定目标的达成率计算，如增加销售额、缩减费用或冻结资本支出。至年终的时候，华伦·巴菲特并不分配股票选择权，而改以签支票的方式作为员工奖励，有些支票金额相当庞大。主管可自由支配这些现金，大部分的人用它购买波克夏的股票，愿意与公司股东承担同一风险。

华伦·巴菲特容许高额的薪资。经营保险事业的麦克·戈德堡，在 1992 年，薪酬即高达 2600 美元。然而当保险景气跌入谷底时，他仅获得底薪 10 万美元。巴菲特本身的薪资加红利每年也不过 10 万美元。无疑的，他是《财星》杂志前五百位总经理中，薪资最低的一个。当然了，他拥有475 000股的波克夏股票，但是波克夏不发放股利。直到今日，他是唯一自己报税的千万富翁。

依股份比例捐款

或许，没有其他的事比巴菲特分配慈善捐款的方法，更能表现出他独特的行事作风。分配慈善捐款的方法称之为“股东指定专案”，股东依股份比例可以决定慈善捐献的受款人。对大多数的企业而言，慈善捐款的分配是资深行政主管与董事会的特权。通常他们选择自己最中意的慈善机构，然而给钱的人——股东，却无发言的余地。这违反巴菲特的原则，“当 A 拿 B 的钱给 C，”他说，“若 A 是立法者，那么这叫作抽税。但若 A 是公司行政主管或董事长，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么这叫作博爱”。

在波克夏，股东指定慈善机构由公司负责签支票。1981 年，慈善捐款指定专案实施的第一年，波克夏共分配了1700美元给 675 家慈善机构。接下来的 12 年中，波克夏总共捐出了六亿美元给数千家慈善机构。1993 年，波克夏的股东捐了9400万美元给3110家慈善机构。

这仅是波克夏不凡的财务成就中的一小部分而已。当巴菲特初掌波克夏时，公司的净值为2200万美元。29 年后，迅速跃增为1.4 亿美元。巴菲特的目标是以年增率 15%的速度，累积波克夏的帐面价值，这远超出一般美国公司。从 1964 年开始，波克夏每股帐面价值从 19 美元涨至8854美元。若以每年为分隔点，波克夏的年报酬率通常不很稳定；股票市场的波动造成波克夏所持有的股票每股市价大幅振荡（见表 1. 1)。但综合而言，每年平均年复利报酬率为 23.3%——超过巴菲特预设的 15%目标，且大幅领先史坦普 500 的平均指数。如果考虑指数是税前的，而波克夏的营业收入与资本利得均需扣税，那么波克夏的表现则更令人印象深刻。

波克夏哈萨威股份有限公司，是综合的企业体，但并不复杂。它拥有许多企业——保险公司和其他本章描述到的企业，加上其他较小的子公司，碍于篇幅不加描述，以及其他用保险金收益汇集的现金流量，所购买的公开上市公司。一视同仁是华伦·巴菲特的经营风格；无论是他想购并的公司，或是正在评估是否投资其股票的公司，或对自己企业的经营管理等，均同等看待。奉劝想要一窥华伦·巴菲特成功窍门的人，奉行其思考方式与哲学观，是唯一可行的方法，其余的都是白费力气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1. 1 波克夏哈萨威公司营运绩效与史坦普 500

年度	年百分比变动率		比较结果 (1) — (2)
	波克夏股票每股帐面价值 (1)	史坦普 500 (含股利) (2)	
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	(11.7)	32.0
1967	11.0	30.9	(19.9)
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	(8.4)	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	(14.8)	19.5
1974	5.5	(26.4)	31.9
1975	21.9	37.2	(15.3)
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	(7.4)	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	(13.0)
1981	31.4	(5.0)	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年 度	年百分比变动率		比较结果
	波克夏股票每股帐面价值 (1)	史坦普 500 (含股利) (2)	(1) — (2)
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	(3.1)	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6

来源：波克夏哈萨威 1993 年年报。

注：资料年度指数分别为：1965 和 1966 年迄于 9/30；以及 1967 年迄于 12/31，共 15 个月。

从 1967 年开始，会计原则规定保险公司评估其有价证券的股东权益，以市价而非先前所定之可用原来较低的有价证券价格或市场价格。本表将 1978 年前的收益以新法重新计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　两位智者

葛兰姆给予巴菲特投资的思考基础：安全边际，并且协助巴菲特学习掌握他的情绪，以便于在市价的涨落中获利。而费雪则给予巴菲特最新的、可行的方法学，使他能够判定出好的长期投资。

若想要了解华伦·巴菲特学习的历程，最好的方法是综合研究班杰明·葛兰姆和菲利普·费雪两个传奇人物的投资哲学。巴菲特说："我有15%像费雪，85%像班杰明·葛兰姆。"葛兰姆对巴菲特的影响比较深并不足为奇。巴菲特起初喜欢读葛兰姆的文章，后来成为他的学生，而后是他的员工，接着与他共同合作，终于两人成为同侪。葛兰姆将巴菲特未经专业财务训练的思想加以塑形。然而，那些认为巴菲特只接受了葛兰姆教育的批评者，却都忽视了另一位杰出财经人士菲利普·费雪的影响。

在巴菲特阅读到费雪的著作——《普通股和不普通的利润》之后，他开始寻访作者的下落。巴菲特表示："当我见到他（费雪）时，他本人给我的印象，正如他的思想给我的一样深刻。""就像葛兰姆，费雪是不摆架子、心胸开阔和杰出的好老师。"虽然葛兰姆和费雪的投资方法不同，但是巴菲特说道，"他们在投资界是同等重要的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

班杰明·葛兰姆

葛兰姆被公认为财务分析之父。他被授与这项荣衔乃是因为，“在他之前没有这项（财务分析）专业，而在他之后，人们才开始如此称呼它”葛兰姆最驰名的两项著作是与大卫·陶德合著，于1934年首次出版的《有价证券分析》，时值1929年的股市风暴之后，国家正陷入严重的经济不景气；《聪明的投资者》则于1949年首次出版。当其他的学者尝试解释这个经济不景气现象时，葛兰姆试图帮助投资大众重新站稳脚步，开始进行下一波获取利润的行动。

个人小传

1894年5月9日，葛兰姆在伦敦出生。当他还是襁褓中的婴儿时，父母移居纽约。葛兰姆最早在布鲁克林的男孩中学念书。20岁时，他得到哥伦比亚大学的科学学士学位，并被选为毕委会的一员。葛兰姆能说流利的希腊文和拉丁文，而且对数学和哲学很有兴趣。尽管他接受的不是商业本科教育，却选择在华尔街开创自己的事业。他最初在纽伯格，韩德森暨罗伯经纪行当资讯收发人，在黑板上记录债券和股票的价格，赚取每星期12美元的薪资。接着从收发人升为研究报告撰写人，很快地，他成为公司的合伙人。1919年，他的年薪为60万美元，当时他只有25岁。1926年，葛兰姆与杰罗姆·纽曼合伙成立投资公司，这就是在三十多年后雇用了巴菲特的那家合伙公司。在1956年该公司解散之前，葛兰姆与纽曼成功地经历了1929年的股市大崩盘，以及之后的经济不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

景气、第二次世界大战与韩战。

《有价证券分析》出版

从 1928 年到 1956 年，即葛兰姆与纽曼合伙的期间，葛兰姆在哥伦比亚大学夜间部教授财务课程。很少人知道葛兰姆的财务曾被 1929 年的股市大崩盘所拖垮。这是他生命里的第二次——第一次是在他父亲过世的时候，家庭收入失去了保障——葛兰姆开始重新赚取他的财富。学院教育的再充电，带给葛兰姆重新转变与思考的机会。大卫·陶德，同是哥伦比亚的教授，经由他的建议使葛兰姆完成了一份关于稳健投资策略的完整论文。

《有价证券分析》首版于 1934 年。葛兰姆和陶德有超过 15 年的投资经验。他们花费四年的时间完成此书。当《有价证券分析》一书首次出版时，《纽约时报》的路易斯·理奇写道，"它是一本整体成熟、结构严密的著作。在学术领域上，全文有广泛而深入的探讨；在实务上则富洞察力。如果书中的理念能发挥其本身的影响力，它将会引导投资者的注意力，从市场转到有价证券的问题上。"

在第一版中，葛兰姆和陶德将焦点集中于公司滥权的问题。在 1933 年和 1934 年的证券法施行之前，公司当局发布的讯息常有误导投资人的嫌疑，且资讯量严重不足。大多数的工业公司拒绝公开营收报告，而且资产的评价经常令人怀疑其公正性。公司发布错误的讯息，意图操纵证券的价格，不论对首次公开发行的股票，或在交易市场流通的股票，都是如此。在证券法公布之后，公司制度的改革虽然缓慢，却是步步为营。1951 年本书的第三版，提到了公司滥权的情形已不存在，取而代之的是，葛兰姆和陶德对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东与管理阶层关系的探讨。这些问题集中在管理阶层的经营能力和股利政策上。《有价证券分析》一书的精华，指出一个经谨慎选择，且已分散风险，合理价格的普通股投资组合，才可能是聪明的投资。谨慎的详细陈述，葛兰姆帮助投资者明白其投资策略的逻辑。

定义投资

葛兰姆遇到的第一个问题是，缺乏一个单一而广泛的投资定义。引用布兰岱斯的话，葛兰姆指出："投资一词含有许多意义"，但并未提及该项投资指的是股票（因此是投机的定义），或债券（因此是投资的定义）。购买高风险的债券，不能因为它是债券，就看作是一项投资。股票若其每股的价格小于它的流动资产净额，也不能只因为它是股票，而被视为是投机。不管是债券或股票，葛兰姆说决定用借款购买有价证券，并希望于短期内得到利润，这就是投机。在此，葛兰姆表示，投资的动机更甚于有价证券本身，决定了该项交易是投资或投机交易。

考虑该问题的复杂度，葛兰姆提出他自己的定义。"投资就是在经过完整的分析研究之后，认为可以确保本金的安全，并能得到令人满意的报酬。不符合这些要求的操作便属于投机。"葛兰姆较喜欢将投资说成证券操作，而非只购买单一证券。葛兰姆一直都主张以分散投资来减少风险。

他所坚持的"完整分析研究"被解释为"基于现有的原则和合理的逻辑，对所有可取得的事实小心研究，以期能获致有用的结论。"葛兰姆进一步描述证券分析的三个功能性步骤：描述、评等和选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在描述阶段，分析师收集所有的事实与可得的资讯，用明智的态度去分析它们。而在评等阶段，分析师关心用来传递信息的标准，是否具有参考价值。不可避免的，分析师对于事实如何客观公平地陈述，深感兴趣。在选择阶段，分析师判断讨论范围内的有价证券，是否值得投资。

安全的投资策略

葛兰姆提到，考虑有价证券的投资，一定要顾及本金的安全和满意的报酬率。葛兰姆解释说，安全并不是绝对的。在合理情况下有损失也可视为安全的投资。但葛兰姆也确实承认，最不寻常或不太可能的突发事件，亦会导致安全性高的债券变成废纸。满意的报酬包括收益及证券的增值。葛兰姆提到，所谓“满意的”是主观的字眼。他说，任何收入都算报酬（不论多低），只要投资人以一定的智慧采取行动，并坚守投资的定义。一个人进行完整的财务分析时，若能基于合理的逻辑，指出可接受的报酬率，同时不危及本金的安全，由葛兰姆的定义看来，就是个投资人而非投机客。

若不是因为债券市场表现不佳，葛兰姆对投资的定义势必会被忽视。但是在 1929 年和 1932 年之间，道琼债券平均指数从 97.70 下跌到 65.78，我们不能粗心地认为债券也是一种纯粹的投资。就像股票一样，买卖债券不但可能令投资人亏损，而且更有许多债券发行公司宣布破产。因此，我们所需要的是一个可以判断股票与债券的相对投机性的操作性定义。

葛兰姆终其一生，都在忧心投资与投机的争议。在他生命的晚年，葛兰姆沮丧地看着法人机构投资者采取显然是投机买卖的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易行为。经过1973年到1974年的空头市场风暴之后不久，葛兰姆被唐纳森、鲁夫金、真瑞特邀请参加一个基金经理人的会议。他坐在会议圆桌前，被其他的专业领域同侪的行为所震惊。“我不能了解，”葛兰姆表示，“法人机构的资金管理如何由稳健的投资政策，退化为这种试图在短期内获取最高可能报酬的疯狂竞赛。”

葛兰姆的第二项贡献是——在区别投资和投机之间的差别之后——建立了一套如何以投资的观点去买卖股票。在《有价证券分析》一书出版之前，以计量方法选择股票的模式尚未建立。在1929年之前，股市挂牌买卖的股票主要是铁路公司。工业和公用事业公司只占上市股票的一小部分而已。银行和保险公司，是那些有钱的投机客所喜欢的，却尚未挂牌。那些主要业务是铺设铁路的公司，因其股票价格近于票面价值，而成为投资标的。而且这些公司也有实质资产价值作其后盾。

乐观主义弥漫

当美国进入1920年代的多头市场时，股票上市的情形，包括工业股票，开始有了改善。经济的繁荣助长了进一步的投资，最显著地是在不动产方面。尽管1925年佛罗里达不动产市场昙花一现，以及接下来在1926年的佛罗里达不动产的破产，商业银行和投资银行业务公司仍继续推荐不动产。不动产投资鼓励投资活动和企业活动，借此继续煽动乐观主义的火焰。正如葛兰姆所提到的，不受抑制的乐观主义能导致狂热投机，而其中的一个主要特性是它无法汲取历史的教训。

回顾过去，葛兰姆察觉出造成股票市场大跌的三个力量。第一，股票交易所和投资公司对股票的操纵。每一天，经纪商会被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告知“炒作”的股票，以及如何放出消息，控制股票的涨跌。第二是，贷款给买进股票者的银行政策。银行借款给投机客，接着投机客提心吊胆地等候从华尔街传来的最新情报。银行出借给购买证券者的资金由1921年的10亿美元，上扬到1929年的85亿美元。既然这种放款是借由股票价值做背书保证，当股市崩盘时，一切就像骨牌搭建起的房屋般，全部倒塌。时至今日，有证券法规可以保护个人投资者免于被经纪商欺诈，而与1920年比较，凭定金交易购买证券的情形大幅减少，但是有些领域法律仍无法规范。在葛兰姆的想法中，过度的乐观主义应为股价的大幅下滑负责——这是第三个导致崩盘的力量。

1929年的危机并不是投机试图假装成投资，而是投资过度而沦为投机，葛兰姆提到，历史的乐观主义是无法抑制的。经由持续多头市场的鼓励，投资人开始预期一个持续成长和繁荣的时代。那些股票的买主开始失去了他们对合理价格的判断。葛兰姆表示人们没有作过任何数学估算，就草率付钱购买股票。他表示，在这个乐观的市场中，股票的价格可以是任何数字。正由于这种高度的不理性，投机和投资之间的界限变模糊了。

当人们感觉到股票市场大跌所带来的阴影时，普通股又再一次地被认定为投机的一种。一旦不景气开始，投资股票就被认为是一种诅咒。然而，葛兰姆表示，投资哲学随着人们心理状况而有所改变。在第二次世界大战之后，大众对投资股票的信心再度上扬。当葛兰姆自1949年至1951年间撰写《有价证券分析》第三版的时候，他承认股票已经变成投资人投资组合中的一项有利筹码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票投资三类型

在股票市场崩盘后的二十几年来，无数的学术研究曾对各种不同的股票投资方法作过分析。葛兰姆本身揭示了三种方法：横断法、预期法、以及安全边际法。横断法相当于今日的指数投资法。正如葛兰姆所表示的，选择个别股已为投资组合所取代。投资人会平均购买道琼工业指数 30 家公司的股票，获益则相当于那些被挑选入指数的公司。葛兰姆指出华尔街老手并不一定能够达到比指数法更好的结果。

预期法可再分为短期选择法和成长股票法。短期选择法是个人在短期中选择最有获利前景的公司赚取利润，这段期间通常是一年到六个月。华尔街花费许多的精力预测经济前景——包括销售量、成本和盈余——公司能预期达成的。根据葛兰姆所说，这种方法的谬误在于盈余经常是易变的，而且短期经济前景的预期也易低估股价。最后，而且是比较基本的，葛兰姆估计一项投资的价值并不在于它将会在这个月或下一个月赚得利润，也不是下一季的销售量将会提高多少，而是长期来看，该项投资预期会对投资人带来什么样的报酬。基于短期资料的决策经常是表面且短暂的。不出所料，因为短期选择法强调经济情势的变动与交易，而成为华尔街上较占优势的投资策略。

成长性股票，简单定义，就是指公司的销售与获利成长率，高于一般企业的平均水准之上的股票。葛兰姆使用全国投资人协会的定义指出，成长型公司是指盈余随着周期而不断成长。葛兰姆解释说，要成功运用成长股票法，其困难主要在于投资人是否有能力判断成长型公司，然后确定目前的股价已反映出多少公司成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的潜能。

每个公司都有所谓的利润生命周期。在早期的发展阶段，公司的销售额加速成长，盈余开始出现。在迅速扩充阶段期间，销售额继续成长，收益扩张，而且盈余急剧增加。当公司进入稳定成长阶段期，销售额的成长速度开始减缓，盈余也是。在最后一个阶段，由稳定而衰退、总收入滑落，而且利润和盈余都降低。

购买价格被低估的股票

依照葛兰姆所提到的，采用成长股票法为投资策略的投资人会面临两难的局面。如果他们选择一家处于迅速扩充阶段的公司，他们可能发现公司的成功只是短暂的。因为这家公司将无法承受年复一年的考验，那些公司的利润可能无法长久。另一方面，处于稳定成长阶段的公司，可能好景不长，当盈余开始衰减时，很快的公司进入稳定——衰退时期。数十年来，要准确地指出一家公司是处在生命周期的哪个阶段，一直是财务分析师们头痛的问题。

如果我们假设投资人已经正确地特别指出一成长型公司，投资人应该要付什么样的价格才合理？显而易见地，如果公司广为人知是在某一繁荣时期，它的股价相对而言会比较高。葛兰姆问到，我们如何知道价格是否过高？这种答案很难决定，此外，即使决定正确，投资人将立刻面对一个新的风险——该公司将会成长得比预期中更缓慢。如果这种情形发生，投资人就会支付过高的股价，因为股票市场的修正机能，可能将使股票的价格下跌。

引用葛兰姆的话，如果分析师对于公司未来的成长抱持乐观态度，而且进一步相信该公司将适合加入投资组合中，分析师有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二个购买技术可兹运用：当整个市场都以低价（一般而言常发生在股市回档的过程，也就是处在空头市场中）交易时，可以购买该公司的股票，或当交易价格低于它的实质价值时购买，虽然当时整个市场的实质价位并不低。葛兰姆表示，不管采用哪一种购买技术，均应考虑“安全边际”。

只在股市低档时，才买进证券的投资策略，将导致一些困难。首先，它诱骗投资人发展公式以显示出市场在哪一点是昂贵的，以及在那一点又是便宜的。葛兰姆解释，投资人此时将镇日紧钉大盘涨跌，但无法真正预测股价。第二，当股市处于平稳价格时期，投资人将无法靠购买股票获利。然而，若要等待股市回跌才购买股票，可能不但麻烦而且到头来也是没用的。

葛兰姆建议投资人将精力用在辨认价格被低估的股票上，而不管全部的股价水准。葛兰姆承认，要使这个战略有系统的运作，投资人需要方法或技术来判断价值被低估的股票。分析师的目标是培养出能够计算实质价值，分辨股价低于实质价值之股票的能力。买进被低估的证券，而不管市场水准，在 1930 和 1940 年代是个新奇的主意，提出此一战略是葛兰姆的目标。

安全边际

葛兰姆将稳健投资的概念浓缩成一句箴言“安全边际”，这个箴言寻求整合所有的证券，将股票和债券，以单一方法评估投资。举例来说，如果一位分析师回顾某公司的营运历史发现，平均而言，在最近的五年，该公司每年赚得之盈余为固定费用的五倍，则公司的债券便达到了安全边际。葛兰姆并未预期投资人能正确地判断出公司将来的收益。不过，他指出如果盈余和固定费用的差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额够大，即使公司出现料想不到的利润衰退，投资人也不会受到损失。

建立安全边际的概念并不太困难。真正考验葛兰姆的是这个方法是否适用于股票。**葛兰姆推测如果股票的价格低于它的实质价值，则股票存在一个安全边际**。很明显地，为了应用这个概念，分析师需要一些技术来决定公司的实质价值。葛兰姆对实质价值的定义正如《有价证券分析》所示，是“被那些事实决定的价值”。这些事实包括公司的资产、盈余和股利，以及任何将来发生机率极高的事件。葛兰姆承认在决定公司的价值时，唯一最重要的因素是它将来的获利能力。简言之。公司的实质价值能够借由估计公司的盈余，乘上适当的资本化因子算出。这个因子，或说是“乘数”，受公司盈余、资产、股利政策，和财务状况稳定与否的影响。

葛兰姆表示，用实质价值计算股价，会被分析师对公司未来经济状况的不精确计算所限制。葛兰姆认为分析师的预测和计算结果，可能会被一些潜在的未来因素轻易地否定掉。销售量、定价和费用的预估是困难的，如此使得运用“乘数”计算股价，变得更加复杂。不要被吓到，葛兰姆提议安全边际法，能够成功地在三个区域奏效。首先，它在稳定的证券，如债券与特别股运作良好；其次，它能够运用在比较分析；第三，葛兰姆指出，如果公司的股价及其实质价值之间的差价够大，安全边际的概念就能够用来选择股票。

葛兰姆要求读者接受实质价值是令人无从捉摸的概念。只有直接由市场行情价格来看，才能看出端倪。本来，实质价值被认为与公司的帐面价值相同，或者是公司的实质资产总值减去负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的总数。这个概念与早期认为实质价值可明确被估算有关。然而，分析师后来知道一公司的价值不但是它的资产净值，实际上，也包括这些资产所产生的盈余价值。葛兰姆认为精确地决定公司的实质价值，并不是必要的。但是，取而代之的是，必须接受一个近似的衡量或评价范围。为了要建立安全边际，分析师只需要一个相对于市场价格的数字，看看它远高于或低于市场价格。

掌握净资产价值

葛兰姆表示，财务分析不是一门精确的科学。有一些特定的量化因素——包括资产负债表、损益表、盈余和股利，资产与负债科目——他们对完整地证券分析研究，有极大贡献。但也有不容易分析的质化因素。但是，虽然如此，却是公司计算实质价值过程中必要的因素。两个最常见的质化因素是“经营能力”和“企业的本质”。

葛兰姆通常对于过度强调质化因素感到担忧。关于某些意见指出经营管理和企业的本质不容易被衡量，葛兰姆推论可能是测量错误的关系。葛兰姆并非认为这些质化因素没有价值。然而，当投资人过度重视这些无从捉摸的概念时，潜在的失望便会增加。对质化因素抱持乐观主义，通常导致建立一个更高的乘数。葛兰姆的经验使他相信在某种程度上，投资人会把注意力由可见的固定资产移转到无形资产，例如经营能力和企业的本质，而这会暗中为他们带来具有风险的思考方式。

葛兰姆表示，投资人必须确定立场，一开始就以净资产价值当做基本的出发点。如果你购买资产，你的下限将被限制在那些资产的变现价值上。葛兰姆推论说，如果那些预测无法实现，没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人能把你从乐观的成长预测失败中保释出来。如果一家公司被认为是一家有吸引力的企业，并可以预知其未来丰厚的盈余，无庸置疑地，它会吸引越来越多的股票买主。葛兰姆表示，“所以他们（投资人）将会出高价购买它。同时，这种价格盈余比（本益比）将逐渐增加。当越来越多的投资人被预期的回收迷惑时，价格很容易偏离其现有价值，而创造出一个美丽的泡沫，然后不断扩大，直到它终于必须破裂。”

葛兰姆表示，如果大部分公司的实质价值来自于经营的品质、企业的本质和乐观的成长规划，那么几乎就没有安全边际可言。另一方面，如果公司的实质价值大部分来自于可量化的因素，葛兰姆指出投资人的风险是有限的。固定资产是可量化的，股利是可量化的。目前的盈余与过去的盈余也是可量化的。这里的每一个因素都可以用数字证明，并借由自己的经验作为参考根据。

严禁损失

葛兰姆表示，良好的记忆力是他的一个负担。这是指他对生命中发生过的两次财务危机的记忆。那使得他运用了降低资本风险及重视成长潜能，两种兼顾的一种投资方式。葛兰姆表示，投资有两个法则：一、严禁损失；二、不要忘记第一个法则。这个“严禁损失”的哲学促使葛兰姆发展出两种选择股票的方法。在应用这两种方法的时候，都要坚守安全边际。第一个方法是，以低于三分之二的净资产价值，买进某一公司的股票；第二是将注意力集中在有较低本益比的股票上。

以低于净资产价值的三分之二价格买进，刚好符合葛兰姆所考虑的，而且也满足他所要求的数学期望值。葛兰姆没有把公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的工厂、财产和设备列入考虑范围。此外，他扣除所有公司的长短期负债，只注意流动资产净额。若股价低于上述的计算结果，那么葛兰姆认为购买此公司的股票，其安全边际已达一定水准，投资人的资本已获保障。葛兰姆认为，这是连投资笨蛋也会处理的方法。他进一步解释说，这些结果是基于股票投资组合（分散投资）所产生的可能结果，而非单一股票为考量基础。在股价低迷的市场中这类股票很多，而在行情上涨期间却极为少见。

在投资之前等待市场回跌，可能是不合理的，所以葛兰姆继续研究设计了第二种购买股票的方法。他集中焦点于股价下跌本益比低的股票上。

此外，公司必须有一些正资产净值。换句话说，公司的负债必须低于它本身的价值。在他的职业生涯期间，葛兰姆运用这个方法引申出许多变化，帮助他进行研究。在他过世前不久，葛兰姆与西德妮·寇特合作修订《有价证券分析》的第五版。当时，葛兰姆正在分析十年来符合某些财务条件的股票，这些条件包括：低本益比、股价等于它过去最高价的一半、以及资产净值为正的公司。葛兰姆测试 1961 年以后的股票，而且发现那些结果都非常符合他的期望。

这两种方法——以低于资产净值的三分之二价格买进股票，和买进低本益比的股票——所挑出的股票，雷同的情形甚多。葛兰姆以这些方法精选出来的股票，非常不受市场欢迎。一些大小事件造成市场让这些股票的价格低于他们的实质价值。葛兰姆强烈地认为这些“低得不合理的股票”相当吸引人购买。

葛兰姆的信念是建立在某些特定的假设上。首先，他相信市场经常给予股票不适当的价格，这种错误的标价往往是因为人类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惧怕和贪婪的情绪而引起的。以极度的乐观主义来看，贪婪使股票价格爬升到超过它们的实质价值，连带的造成市场高估股价。另一方面，惧怕使股票价格低于它们的实质价值，连带造成市场低估股价。第二个假定是基于统计上的现象“调整到平均数”，虽然葛兰姆没有使用这个名词。以辩者的口吻，他引用霍勒斯的话表示，“许多应被买进的股票价格都下跌了，而许多价格应该下跌的股票却炙手可热。”虽然话是这么说，葛兰姆相信投资人能够从无效率市场的修正力量中获取利润。

菲利普·费雪

当葛兰姆正在撰写《有价证券分析》的时候，菲利普·费雪开始他的投资顾问生涯。进入史丹福大学商学管理研究所之后，费雪开始在旧金山的盎格鲁伦敦暨巴黎国家银行当分析师。在短短的两年中，他已经成为银行统计部门的领导人。就在他身居此高位时，他目睹了 1929 年的股市崩盘。然后，经历了短暂的当地经纪商职业生涯后，费雪决定成立他自己的投资顾问公司。在 1931 年的 3 月 1 日，费雪的公司开始征求委托人。

在 1930 年代初期成立投资顾问公司，可能显得十分不智。然而费雪发现，出乎意料之外地，他掌握了二项优势。首先，每个手中握有资金的投资人，经历了股市崩盘之后，大部分都对自己目前的经纪人感到不满；其次，商业人士在不景气期间，曾经和费雪进行过多次的会谈。在史丹福时，费雪修习的一个商业课程，指定他必须和他的教授到旧金山地区做短期访问。教授加入企业主管一连串的讨论，并研究他们公司的问题。回到史丹福的途中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪和他的教授不断地谈论着那些他们拜访过的公司和管理阶层。费雪说，每个星期的那几个讨论时段，是他曾接受过的训练中对他最有助益的。费雪提到，就是这些经验使他相信**超额利润的创造是经由，（一）投资那些潜力在平均水准之上的公司；（二）向那些最有能力的经营阶层看齐**。为了要选出这些有独特潜力的公司，费雪发展出一“计分系统”，以企业本身的特质和它的经营管理能力为基准，评列其等级。

成长率高于平均水准

企业的特质中，让费雪留下最深刻印象的往往是公司能以高于一般企业水准的能力，使销售与利润年复一年地成长。为了要达成这个目标，费雪相信公司需要拥有“产品或劳务，至少在数年之内，有充分的市场潜力，使销售大幅成长。”费雪并不太在意销售上的每年持续成长。然而，费雪以公司在数年内的整体表现，判断其优劣。他深知商业景气循环的变动，对销售额与利润影响深远。费雪以十年为周期，找出那些在十年间，成长率高于平均水准的公司。依照费雪所说的，两类能够预期获得高于平均成长率的公司是，（一）“幸运且有能力的”和（二）“幸运来自其能力的”。

美国铝业公司就是个例子，费雪表示，这个公司是“幸运，且有能力的”，因为那些公司的创立者具备卓越能力，所以公司才有卓越不凡的表现。公司管理当局高瞻远瞩，预见他们公司产品未来的商业用途，并雄心勃勃的工作，扩张铝用品市场以增加其销售量。这家公司也是“幸运的”，费雪表示，因为管理当局可以及时控制外在事件，对于公司和它的市场刚好有正面的影响。航空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运输业的迅速发展，促使铝的销售量急剧增加。正因为航空工业的发展，美国铝业公司所获取的利润远超出原来的想象。

照费雪所言，杜邦是一家属于“幸运来自其能力”的企业。“假如杜邦仍停留在销售他最初的产品——火药，公司最多也只会发展成像大多数典型的采矿公司一样。但是因为管理当局善于利用公司因制造火药而发展出的技术，杜邦能够制造出新的产品，包括尼龙、玻璃纸和透明合成树脂。这些产品创造出它们自己的市场，为杜邦赚进数十亿美元的销售金额。

费雪表示，公司为研究和发展所做的努力，对维持公司超水准的销售成长潜力有相当大的贡献。费雪解释，很明显的，若非对研究投入大量的努力，杜邦和美国铝业公司都不会维持长期的成功。他表示，即使是非技术性的企业，亦需要投入更专注的研究发展力，以生产品质更好的产品和更有效率的服务。

除研究之外，费雪也测试公司的销售组织。对他而言，公司虽能够发展杰出的产品和劳务，但是除非他们做“专业化行销，否则投入在研究的努力将无法转化为市场销售。销售组织的责任在于，帮助顾客了解公司的产品和劳务的优点。费雪解释，销售组织也应该观察其顾客的购买习惯，且能够注意到消费者需求的改变。如费雪所说，销售组织是市场和研究单位之间一个无价的环节。

利润必须相对成长

然而，单有市场潜力是不足的。费雪相信，即使有能力使销售成长在平均水准之上，如果公司无法为股东赚取利润，就不宜投资该公司。他表示，“如果多年来，利润不能够相对地成长，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有的销售成长都不代表公司股票是正确的投资工具。"因此，如上所述之理由，费雪的投资研究包括：检验公司的收益、公司对维持收益或保持收益成长的决心，以及公司的成本分析和会计控制。

费雪相信超额的投资收益，永远无法仅在目前有正边际收益的公司上实现。那些公司时常在景气扩张期间产生足够的利润，反之在经济不景气期间，其利润总是迅速衰退。因此，费雪寻找的投资对象不但是成本最低的生产者或劳务提供者，而且是致力于维持此利润的公司。损益平衡点较低的公司，或是拥有相对较高收益率的公司，比较能够经得起衰退经济环境的考验。最后它终能逐出较弱的竞争者，因而强化了自己的市场地位。

费雪表示，没有哪一家公司，能永远维持住它的利润，除非该公司能够同时分析其成本结构，并了解制造过程里每个步骤所耗费的成本。他解释，为了要这样做，公司必须慢慢地落实会计控制和成本分析。费雪表示，这个成本结构的资讯，使公司能够将它的资源集中于那些最有经济效率的产品或维修。此外，会计控制将帮助公司认清作业过程里料想不到的障碍。这些障碍或无效率，扮演着早期警告信号，以保护公司的总体获利能力。

费雪对公司利润的敏感度，与另外一点密切相关——公司不以增资发行股票筹措财源，以维持公司在未来持续成长的能力。他表示，如果公司只能够借由发行股票而成长，那么流通在外的大量股票，将会稀释任何股东可能从公司的成长而获得的利润。他解释，高收益率的公司，若能由公司内部产生营运资金，将有较高的投资报酬。这些资金能够不经由发行新股，而稀释现有股东所有权的方式继续维持公司的成长。除此之外，能够对本身固定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产与营运资本所需的现金，做好适当成本控制的公司，较有能力管理它的现金需求，同时避免使用现金增资方式募集资本。

卓越的管理阶层

费雪明确指出，杰出的公司除了要拥有高于平均水准之上的企业特质外（如上所述），同样重要的是，还必须有经营能力高于平均水准的经营者经营公司。

他表示，这些经营者，应有强烈决心发展新的产品与服务，以便在目前的产品与服务的获利能力被榨取殆尽之后，仍能继续刺激长期的销售成长。费雪表示，源于对现有生产线产品与服务的信心，许多公司乐观地相信未来公司会有足够的成长，而能维持几年的营运。但是，很少有公司已制定出能维持未来十到二十几年内，持续利润成长的政策。“经营者必须定出长期生存的公司政策，”他表示，“为了达到这些目标，这个概念要求的是长期的获利，因此，必须将短期利润列为次要目标”。他解释说，放弃短期利润不应该与牺牲现时的利润混为一谈。能力超过平均水准之上的经营者，应同时有能力履行公司长期的计划，并且能够注意到公司每日的运作情形。

费雪问到，除了这个能力之外，企业有绝对正直和诚实的经营者吗？那些经营者的行为是否符合股东受托人的身份，或他们只关心自己的福利？费雪相信，欲明了经营者的意图，唯一的方法，就是观察他们如何与股东沟通。所有的企业，不管是好是坏，都会经历一段出人意表的艰困时期。一般而言，当企业营运状况不错的时候，经营者会畅所欲言；但是当企业走下坡时，他们会开诚布公地谈论公司的困难或是沉默不语吗？费雪表示，经营者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对企业困境的反应，可以看出他的经营态度。

费雪坚持，要使一个企业成功，经营者必须与全体员工发展良好的工作关系。他解释，员工应该发自真心觉得他们的公司是工作的好地方。蓝领阶层员工应该觉得他们得到重视和适当的礼遇。拔擢员工时，应该让他们觉得升迁是基于能力而不是偏爱。费雪亦问道，经营管理阶层有无团队精神？公司的总经理有一个智囊团吗？他有能力授权指派代表，负责公司的部分营运吗？

竞争优势

最后，费雪检视公司的特点，那就是它的企业和经营层面的特质，以及与其他同业公司比较的结果。在这个探索中，费雪试图循着某种线索，以引导他了解一家公司与其他竞争者相对的优越性。费雪宣称，只是阅读一家公司的财务报告，并不足以判断是否应对该公司进行投资。审慎投资的基本步骤，是尽可能地自熟悉该公司的人那里，获取第一手资讯。不可否认地，费雪正在尝试询问所有可问的问题，他称这个随机的询问为“闲言碎语”。今日，我们可以称它为企业的咨讯“葡萄藤”网络。费雪声称，如果处理得当，“闲言碎语”将会提供线索给投资人，帮助他们能够找出绝佳的投资。

费雪“闲言碎语”式的调查，带着他去拜访企业的顾客和企业本身。他寻找曾经为该公司工作的员工和顾问。费雪与大学里的科学研究者、政府员工和商业机构的主管会面，他也访谈竞争业者。虽然主管有时可能不愿对自己的公司揭露太多，但是费雪表示，他们从不缺乏对其竞争者的批评。“那是相当令人讶异的，”费雪说，“这是多么正确的一张强弱相对比较图呀，产业里的每个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的真实状况，或多或少可以从与公司有往来的意见提供者所透露的讯息中交织而成。”

大多数的投资人不愿意花与费雪相同的时间与精力，去了解某家公司。发展“葡萄藤”状的网络，并且安排面谈是很花时间的；而为每一家公司重复建立“葡萄藤”状的网络，更是件费力的工作。费雪借由减少手上持有的公司的家数，以减轻自己的工作量。依费雪所说，他宁愿只拥有少数几家优秀的公司，也不要好几家平庸无奇的公司。一般而言，他的投资组合少于十个公司，而且时常是三到四个公司即占去他股票投资组合的75%。

费雪相信要成功，投资人需要做好一些事情。这包括，投资的股票是在投资人的竞争优势圈里。费雪表示，他早期的错误是“用超出自己有限经验之外的技巧，去作投资计划。我开始投资那些我并不完全了解的公司，它们的经济活动领域截然不同；而我也无任何相关可供比较的背景知识。”

两者风格的比较

葛兰姆和费雪之间的差异十分明显。葛兰姆是个数量分析师，只强调那些能够被测量的因素：固定资产、流动盈余和股利。葛兰姆调查的研究工作只有包括公司的档案和年报。与费雪不同的是，葛兰姆并不拜访顾客、竞争者或管理阶层。他只对发展那些能够容易且安全地被一般投资人接受的投资方法有兴趣。为了减少风险，葛兰姆建议投资人让手上的投资组合尽量分散化。

费雪的投资方法可以被视为葛兰姆的对照。费雪是位重视特质的分析师，强调那些他相信会增加一公司价值的因素：对未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长的预期，和管理阶层经营的能力。然而，葛兰姆只对购买便宜的股票感兴趣，费雪却只购买实质价值有潜力长期成长的公司。不像葛兰姆，费雪会费尽心力，包括广泛的面谈，揭露可能改进其选择过程的任何蛛丝马迹。最后一点，相对于葛兰姆，费雪较喜欢集中他的投资组合于少数股票。

华伦·巴菲特相信，这两种不同的投资策略准则“在投资世界里是并驾齐驱的”。他本身的投资策略结合二者所长：对企业及其经营的一些特质作深入研究，这是向费雪学来的；而对于价格和价值这些数量上的概念，则是葛兰姆教导出来的。

青出于蓝

在葛兰姆1976年过世后不久，巴菲特成为葛兰姆实质价值投资法的公认接班人。的确，巴菲特的名字成为实质价值投资法的同义字。这个评价显然是合乎逻辑的，他是葛兰姆最杰出的入室弟子，巴菲特本人从不错过任何机会去报答葛兰姆的教导启迪之恩。即使是今天，巴菲特认为葛兰姆是，在他的父亲过世之后，唯一对他的投资生涯有如此深远影响的人。

然而，对于例如美国运通、华盛顿邮报公司(1973年)、GEICO(1978年)、首都/美国广播公司（1986年）、可口可乐公司（1988年），和威尔斯法哥公司（1990年）的股票购买，是否有违葛兰姆的教导呢？以上所列举的公司，没有一家能够通过葛兰姆严厉的财务检验，然而巴菲特却在这些公司里投入庞大的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超越葛兰姆

在他早期的股票投资生涯里，毫无疑问地，巴菲特致力于葛兰姆投资方法的实践。为了寻找股价低于净营运资本的公司，巴菲特买了一家无烟煤公司、一家有轨电车公司，和一家风车公司的股票。很快地，巴菲特开始了解，他曾经以葛兰姆严格的数量指导方针所投资的一些股票，是没有利润的投资。当他在葛兰姆——纽曼合伙公司工作的时候，巴菲特的研究使他深入分析一家公司的财务报告，希望借此了解是什么因素导致公司的股价下跌。巴菲特所学到的是，许多他曾经以低廉价格（因此他们已符合葛兰姆的财务检验）买进的公司股票之所以便宜的原因，是因为其所属公司的营业状况正面临危机。

早在1965年，巴菲特便开始注意到葛兰姆买进廉价股票的策略并不实用。巴菲特表示，葛兰姆的公司实质价值法，以低价买进某公司股票后，该公司经营上的变动有机会使投资人以高价卖掉手上的股票。巴菲特称这个投资策略为“雪茄尾”。走在街上，投资人的眼睛只注意着地上的雪茄尾巴，然后将之拾起吸上最后的一口烟，虽然它是一口污秽的烟。但是它的超低交易价格让这一口烟显得更有价值。为使葛兰姆的投资策略奏效，巴菲特力辩，必须有人扮演流通者的角色。如果市场上没有人扮演流通者，就必须有其他的投资人乐于购买你公司的股票，如此才会使股票的价格上涨。

如同巴菲特所解释的，假设你支付800万美元给一家资产值1000万美元的公司，而你又能适时地卖掉这笔投资，那么你将会有一笔可观的利润。然而，如果此时公司潜在的营运状况不佳，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须耗费十几年的时间来销售该家企业，你的总利润有可能会低于平均水准。巴菲特学习到，“时间是绩优企业的朋友”、“平凡者的敌人”，除非他能够适时清算这家表现恶劣的公司的资产，并从购进价格和该公司资产的市场价值的差价中获利，否则他的绩效将重蹈此家企业糟糕的经济状况。

从他最早期的投资错误经验中，巴菲特开始不再严格遵奉葛兰姆的投资策略。他承认，“我进化了，但是我并没有优雅地从人猿演化成人类，或从人演变成人猿。”相对于公司的量化层面特征，他此时开始重视某些公司的质化特征，但他仍然发现自己亦有寻求市价低于实质价值的投资。“我所遭受的处罚是，”他承认，“农业机械制造业（丹普斯特米尔）、百货公司（赫区柴德——肯恩），和新英格兰纺织业（波克夏哈萨威）不景气带给我的教训。”

巴菲特试图解释他的两难，他引用凯恩斯的话，“困难并不存在于那些新的主意，而是来自跳脱出旧的圈套。”他承认，巴菲特的进化一度停摆，因为葛兰姆教他的东西太宝贵了。

即使是今天，巴菲特仍然不忘葛兰姆的基本理念：**安全边际**的理论。“在读他的理论 42 年后，”巴菲特表示，“我仍然认为那是正确的。”**巴菲特从葛兰姆那儿所学到的是，成功投资必备的条件是，股票的市价必须低于公司本身的实质价值。**

1984 年，在哥伦比亚大学为纪念《有价证券分析》出版 50 周年的庆祝会演说上，巴菲特解释，有一些成功的投资人承认班·葛兰姆是他们公认的精神领袖。巴菲特表示，葛兰姆提供安全边际的理论，但是，每个学生各自发展出他们不同的方法应用这个理论，来决定公司的实质价值。然而最重要的是，他们都在寻找公司的实质价值和公司有价证券价格之间的差价。对巴菲特最近的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买行为产生误解的人，无法将理论学说和实践方法两者分别清楚。很显然地巴菲特服膺葛兰姆的安全边际理论，但是他肯定已脱离了葛兰姆的方法。根据巴菲特的说法，最后一次以葛兰姆的数量法而能轻易赚取利润的时机，是在1973年到1974年之间。

汲取费雪的质化理论

早在1969年时，巴菲特就已经在阅读费雪的著述。但是查理·孟杰应该是将巴菲特的思想转为费雪主张的关键人物。从某一方面来说，查理使费雪的公司特质理论具体化。查理对一优势企业的价值，有着敏锐的观察力。喜诗糖果店和水牛城新闻报是经营良好的公司，在市场上得到合理价格的实际例子。查理传授给巴菲特有关如何寻找优秀企业的智慧。

班·葛兰姆，一位美国东岸学者，提出低风险的量化投资策略；费雪，这位西岸企业家，则提出一种高风险的质化投资策略。有趣的是，巴菲特结合了葛兰姆的量化投资策略和费雪的质化投资策略，并在内布拉斯加州自立门户，而这地方正界于东西岸之间。

巴菲特从费雪那儿学习到企业的类型，对投资相当重要。他也学习到经营管理阶层的良窳，能影响潜在的企业价值，因此，企业经营管理状况也是投资研究的重要项目之一。费雪建议，为了要完全了解企业的讯息，投资人必须全面调查公司和它的竞争者。从费雪那儿，巴菲特学习到“葡萄藤”咨讯网络的价值。经过这些年来，巴菲特已经建立一接触面广泛的网络，以协助评估不同的企业。

最后，费雪教导巴菲特不要过分强调投资的多元化。根据费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雪的方法，投资人已经被误导，以为把他们的鸡蛋放在几个不同的篮子里，便可以减少风险。购买太多股票的缺点，在于我们变得无法去注意各个不同篮子里的蛋。投资人的风险在于，他们对比较熟悉的公司的投资显得太少，而对陌生的公司，投资的又太多了。依照费雪的理论，贸然买进一家未经透彻了解的公司，可能要比有限的投资组合承受更大的风险。

葛兰姆并没有想过企业的特质，也不曾思考过企业经营管理的能力。他将他的研究领域限制在公司的资料和年报上。若是有因为股价小于公司的资产而获利的数学机率，葛兰姆就购买这家公司的股票，不管它的企业本质或经营管理状况。为了要增加成功的机率，葛兰姆尽可能地选择购买和这些统计结果乐观的公司。这个想法和费雪的主张南辕北辙。如果葛兰姆的理论限制在这些教条上，巴菲特将不会如此尊重他。但是葛兰姆所强调的安全边际理论学说，对巴菲特是如此重要，以致葛兰姆投资策略上的其他缺点都被忽略了。

独立的思考判断力

除了安全边际理论学说，成为巴菲特投资策略理论的思考架构之外，葛兰姆帮助巴菲特正确的认知跟随目前股票市场波动的荒谬。股票包含了投资和投机二种特性，这是葛兰姆教给巴菲特的。安全边际帮助人们了解股票的投资特性。股票投机的特性是人们惧怕和贪婪两种情绪作用的结果。这些情绪，出现在大多数投资人的身上，结果导致股价在公司的实质价值边缘强烈上下震荡。葛兰姆又教导巴菲特，如果他能够从股票市场的情绪旋风脱离出来，他将有机会从其他投资人的无理性行为中获得利润。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，这些投资人的购买行为是基于情绪而非理性。

巴菲特向葛兰姆学习如何独立思考。如果你已经由深思熟虑的判断，获得合乎逻辑的结论，葛兰姆建议巴菲特，绝不要因为别人的不同意而被劝阻退缩不前。“你不会因为这些人的不同意，而判断正确或错误。”葛兰姆写下这么一段话：“你之所以正确，是因为你的资料和推理是正确的。”

巴菲特对葛兰姆和费雪的推崇是可理解的。葛兰姆给予巴菲特投资的思考基础：安全边际，并且协助巴菲特学习掌握他的情绪，以便于在市价的涨落中获利。而费雪则给予巴菲特最新的、可行的方法学，使他能够判定出好的长期投资。当人们了解巴菲特是葛兰姆和费雪投资学的综合体时，巴菲特的投资行为所经常引发的误解，将可轻易化解。

迪斯卡特写道：“光是具备优秀的聪明才智是不够的，重要的是去加以应用。”就是这种灵活应用的能力，区别了巴菲特和其他投资经理人的不同处。他的许多同事智商都相当高、训练有素且致力于投资事业，而巴菲特之所以地位较他们崇高，在于他有卓越的实践能力，能将他的投资策略付诸实践。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 盲从的短线投机客

巴菲特说，当人们因贪婪或者受了惊吓的时候，他们时常会以愚蠢的价格买进或卖出股票。巴菲特很早就认为，某些股票的长期价值是取决于企业的经济发展，而不是每日的市场行情。

当华伦·巴菲特于1956年开始其投资合伙生意时，他的父亲建议他在买进之前必须三思，并说在二百点时，道琼工业平均指数显然是太高了。以一百美元起家的巴菲特寻思道，假设他当初真听了父亲的话，这些就是他今天全部拥有的。然而，不管一般股市的平均指数，他开始用合伙人的资金进行投资。甚至在年纪尚轻时，他已能很快地抓住购买个别股的投资行为，与预测一般市场走势的投机行为之间的差异。尽管购买股票，需具备某些会计上和数学上的技巧，而要理清市场价格的起落不定，又需要投资人控制自己的情绪起伏。但巴菲特在他的投资生涯期间，已经能够不被股市情绪的力量所左右。

除了电脑程式和一些黑箱作业之外，市场仍然是由投资人所组成的。因为情绪比理性更为强烈，惧怕和贪婪使股价在公司的实质价值附近震荡起伏。

相较于公司的基本面因素，投资人的情绪对股票的价格有更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显著的影响。巴菲特说，当人们因贪婪或者受了惊吓的时候，他们时常会以愚蠢的价格买进或卖出股票。巴菲特很早就认为某些股票的长期价值是取决于企业的经济发展，而不是每日的市场行情。他表示，长期来看，当公司的经济价值逐步上升，该企业的普通股价格也将提高。反之，如果公司经营不善，股价也会反映出这个问题。当然，短期之内，巴菲特学习到股票的价格在其企业价值上上下下地波动，情绪远胜于经济面的影响。

市场先生

班·葛兰姆教导巴菲特，投资人和投机客之间的基本差异，在于他们对股价的看法。葛兰姆表示，投机客试图在价格的起伏之间获益；相反地，投资人只寻求以合理的价格取得公司的股票。葛兰姆告诉巴菲特，成功的投资人经常有某种特殊的气质。葛兰姆指出投资人最大的敌人不是股票市场，而是自己。投资人无论在数学、财务或会计上有多么优秀的能力，若不能够掌握自己的情绪，还是无法从投资过程中获利。葛兰姆透过他命名为“市场先生”的寓言故事，帮助他的学生了解股票市场波动的愚蠢。巴菲特，在波克夏 1987 年的年报中，与他的股东分享葛兰姆的这则故事。

为了了解股票价格的非理性，试着想象你和市场先生是民营企业里的合伙人。每一天，市场先生一定会提出一个他乐意购买你的股票，或将他的股票卖给你的价格。很幸运地，你所持有的股票具稳定的经济特性，但是市场先生的报价却非如此。因为你明白市场先生在情绪上并不稳定。所以你可以发现，有一些日子，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场先生是快活的，并且只看到眼前美好的日子，当这些日子来临的时候，市场先生报出非常高的价格。其他的日子，市场先生则相当沮丧，只见到眼前的困难，对你们共有的股份报价甚低。

葛兰姆说，市场先生还有一个可爱的特色，他不介意被人冷落。如果市场先生所说的话被人忽略了，他明天还会回来，同时提出他的新报价。葛兰姆向他的学生提出警告，市场先生对我们有用的是他的口袋中的报价单，而不是他的智慧。如果市场先生看起来不大正常，你大可以忽视他，甚或利用他这个弱点。但是如果你完全受他左右，后果将不堪设想。

巴菲特提醒他的股东，成功的要件是必须具有良好的企业判断力，和保护自己不受市场先生所掀起的狂风所害。巴菲特承认，为了与市场的愚蠢本质保持距离，他总是将葛兰姆的寓言谨记在心。

预　　测

葛兰姆说："离华尔街越远，你就越会怀疑那些所谓的股市预测或时机。"既然奥玛哈离纽约那么远，所以巴菲特不相信所谓市场预测，是很合理的事。巴菲特无法预知短期内股价的变动，也不相信有谁可以做到这一点。他长久以来的感觉是"股市预测专家存在的唯一价值，是使算命先生更有面子而已。"

1992年，巴菲特破天荒地提出了预测。他认为90年代史坦普五百种股票指数，不太可能像它在80年代有平均以上的收益表现。在80年代期间，股票投资报酬率的确比过去有些许的增加。这个增加归因于较低的公司税，以及大幅增加的负债比例。而潜在价值的真正指标——营业毛利与资产周转率——在这段期间并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有很大的改变。当然，如同在80年代，股票市场能够长期接受股价过高或过低的情形，但是股价无法永远维持在高过公司实际营运状况的水准。

巴菲特并不会因为市场价格情况的改变，而停止收购的行为。虽然偏高的市场价格可能使得诱人的交易减少了许多，但是巴菲特还是能够发现吸引他的公司，进而收购它的股票。然而，在市场价格下跌，投资人普遍抱持悲观态度的时候，具有吸引力的交易数量将会增加。巴菲特在1979年写了一篇名为“在股市已经一片看好声中，你将付出很高的价格进场”的文章。当时，道琼工业指数比股票的帐面价值略低，股东权益的平均报酬率是13%。债券的利率则在9%和10%之间变动。然而，绝大多数的退休金经理人选择购买债券而舍弃股票。把这种情形和投资人在1972年的态度做个比较，当时股东权益报酬率为10%，而且道琼工业指数则处在股票帐面价值168%的水准。在此期间巴菲特注意到，退休金经理人将出售债券所筹得的资金大量投入股市。

1972年和1979年之间的差异到底在哪里呢？巴菲特提供了一个可能的解释：在1979年的时候，投资组合经理人感觉到，既然无法了解短期的趋势，最好还是别碰股票为妙。巴菲特表示，虽然这样的心态并非全然错误，但我们仍需承认下面两句话，“未来的情况你永远都摸不清”、“在股市已经一片看好声中，你将付出很高的价格进场”。

巴菲特并不预期股票市场的涨跌。他的目标并不过分，相当平庸。根据他的说法，“我们只是设法在别人贪心的时候保持戒慎恐惧的态度。唯有在所有的人都小心谨慎的时候我们才会勇往直前。”当然，如同巴菲特所指出的，了解其他大多数人的想法，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能够代替自己本身的思考。想要获得大量收益，你就得小心评估各个公司在经济面上的基本体质。热情拥抱目前最流行的投资方式或情报，无法保证你一定成功。

投资组合的避险功能

在80年代，各法人机构的投资组合经理人多半沉迷于一个名为“投资组合保险”的投资策略。这个投资策略是将投资组合的项目，永远在高风险资产和低风险资产之间保持平衡，以确保它的收益不会低于某一个预定的最低标准。当投资者所持有的投资组合价值减少的时候，就是因为把资金从高风险的资产（股票）转移到低风险的资产（债券或现金）。相反地，在所持有的投资组合价值上涨的时候，则是因为将资金从风险较少的资产转移到较具风险的资产上面。因为要在个别有价证券间转移数以百万计的大量资金并不容易，所以投资组合经理人转而以股票指数期货做为保障他们投资有价证券的方法。

巴菲特担心，无知的投资人会在购买期货时，存有大捞一笔的想法。他表示，由于购买期货所需的保证金不高，常会引来一些如同赌徒一般的投资者，希望能在短期内获取暴利。这种抢短线的心理，正是低价股票、赌场赌博以及彩券促销者一直能够生存的原因。巴菲特表示，要想有一个健全的投资市场，我们需要的是寻求长期获利，并以此为投资策略的长期投资人。

为了要体会（投资组合保险）的谬误，巴菲特要求他的读者试着去了解这样的一个地主思考模式。他在买进农地之后，因为发现附近的农田价格下跌，于是告诉他的不动产经纪人卖掉农地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就如同一个年金基金拥有奇异电器或福特汽车的股票，仅仅因为最近的一个成交价下跌而出售它的股票，或因上一个成交价上扬便买进股票。

最近有一些评论指出，散户在投资市场中被迫与大型法人投资机构竞争，对其非常不利。巴菲特认为这个结论并不正确。事实上，因为大型法人机构的投资者常有一些反复无常和不合逻辑的行为，散户只要能够坚守企业的基本面因素，即十分容易获利。根据巴菲特的说法，散户唯一的弱势是，他们可能被迫在不适当的时机，出售手中的股票。巴菲特认为，投资人必须在财务上和心理上都有充分的准备，以应付市场的变化无常。投资人应该了解，股价波动是常有的事。巴菲特相信，除非你能够眼睁睁地看着手中的股票跌到只剩买进价格的一半，而还能面不改色，不然你就不应该进入股票市场。

不按牌理出牌

巴菲特是一个众所皆知的精明投资者。因为他总能够在整个华尔街都厌恶某个企业，或者完全不把它放在眼里的时候，看到它所具有的潜力，进而采取收购的行动。当巴菲特在 80 年代购买通用食品和可口可乐公司股票的时候，大部分华尔街的投资人都觉得这些交易实在缺乏吸引力。

一般人都认为，通用食品是一个不怎么活跃的食品公司。而可口可乐给人的印象则是有保障、作风保守的公司，但是从股票投资的角度来看，则缺乏吸引力。在巴菲特收购了通用食品的股权之后，由于通货紧缩降低了商品的成本，加上消费者购买行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增加，使得该公司的盈余大幅成长。在 1985 年菲利普摩里斯（美国一家香烟制造公司）收购通用食品公司的时候，巴菲特的投资足足成长了三倍。而在波克夏 1988 年和 1989 年收购可口可乐公司之后，该公司的股价已经上涨到了四倍之多。

在其他的例子里，巴菲特更展现了他在财务恐慌时期，仍然能够毫无畏惧地采取购买行动的魄力。1973 年到 1974 年间是空头市场的最高点，巴菲特收购了华盛顿邮报公司。他在 GEICO 公司面临破产边缘的情况下，将它购买下来。他在华盛顿公共电力供应系统无法按时偿还债务的时候，大肆进场购买它的债券。他也在 1989 年垃圾债券市场崩盘的时候，收购了许多 RJR 奈比斯科公司（美国一家极大的饼干制造公司）的高值利率债券。巴菲特说，“价格下跌的共同原因，是因为投资人抱持悲观的态度——有时是针对整个市场，有时是针对特定的公司或产业。我们希望能够在这样的环境之下从事商业活动，并不是因为我们喜欢悲观的态度，而是因为我们喜欢它所制造出来的价格。换句话说，理性投资人真正的敌人是乐观主义。”

市场真正的价值

巴菲特发现一个奇怪的现象：投资人总是习惯性地厌恶对他们最有利的市场，而对于那些他们不易获利的市场却情有独钟。在潜意识里，投资人很不喜欢拥有那些股价下跌的股票，而对那些一路上涨的股票则非常有好感。高价买进低价卖出当然赚不了钱。在巴菲特购买威尔斯法哥银行的时候，这支股票的价格从它的最高点跌到只剩下一半。尽管巴菲特在较高的价格就开始收购威尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯法哥的股票，他还是很乐意见到股票下跌的情形，并且把握这个机会作为低价投资组合加码的手段。根据巴菲特的说法，如果你期望自己这一生都要继续买进股票，你就应该学会这种接受股价下跌趁机加码的方式。

理论上，对投资人而言，最理想的情形是，在他们进场的时候一路都是空头市场，直到他们决定卖出之前来一个大多头市场的喷出行情。巴菲特指出，投资人对于食物的价格可都是一清二楚。因为知道自己永远都得购买食物，所以他们喜欢较低廉的价格，而痛恨物价的上涨。根据巴菲特的说法，只要对你所持有之股票的公司深具信心，你就应该对股价下跌抱持欢迎的态度，并借着这个机会增加你的持股。

巴菲特相信，即使市场走向可能暂时忽视公司在经济上的基本面因素，但是公司本身的体质终究是会反映到市场上的。这样的概念，对于那些不愿花功夫做财务分析，而把股市涨跌当做是最后裁决依据的人而言，是很难令人接受的。但是，这正是为什么人们在股票市场难以获利的原因。因为摒除了股票市场的涨跌是最后判断依据的观念，所以巴菲特能够打破股票价格和价值的迷思。他说："对我而言，所谓的股票市场并不存在。它只是一个让我看看是否有人在那里想要做傻事的参考罢了。"

巴菲特表示，因为他做的都是长期投资，所以短期的市场波动对他根本没有影响。尽管大多数人对于下跌的股价总是难以忍受，巴菲特却是自信满满。他相信自己比市场更有能力评估一个公司的真正价值。巴菲特指出，如果你做不到这一点，你就没有资格玩这个游戏。他解释说，这就好像打扑克牌，如果你在玩了一阵子之后，还看不出这场牌局里的凯子是谁，那么那个凯子就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是你。

长久以来，巴菲特就相信葛兰姆有关股票市场的告诫是正确的。股票市场并不是一个指标，它只是一个可以让你买卖股票的地方而已。巴菲特拥有波珊珠宝、喜诗糖果公司，以及水牛城新闻报已经有好几年了。他完全不在乎每天的成交价格是涨是跌。公司本身经营得很好，和股市完全没有关系。那么对于可口可乐公司、华盛顿邮报、GEICO 以及首都/美国广播公司，难道情况又该有什么不同吗？事实上，巴菲特对于他持股公司的营运状况，知道的和他自己的私人公司一样清楚。巴菲特的注意力集中在这些公司的销售、盈余、利润和资本转投资的需求上。每天的股市成交价对他完全不重要。照巴菲特的说法，就算股票市场关闭十年，他也不会在乎——股市每个礼拜六、日休市，并未对他造成任何影响。

经济因素

如同巴菲特不相信所谓的市场时机，他也不投入任何资源来判断经济上的周期变化。巴菲特说，"就算联邦储备局主席亚伦·格林斯班偷偷告诉我他未来两年的货币政策，我也不会改变我的任何一个作为。"巴菲特和查理·孟杰都表示，他们完全不花时间去考虑失业率、利率或汇率等数据。他们也不让政治因素干扰他们投资的决策过程。

根据巴菲特的讲法，就算预先知道了某一个政治选举的结果，他也不会对他的投资策略做一丝一毫的改变。在巴菲特的想法里，经济的景气就像是赛马场上奔跑的马，有时候跑快一点有时候又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跑慢一点，这是很正常的事。巴菲特和孟杰较大的兴趣还是集中在公司的基本面因素、经营管理以及价格上面。此外，巴菲特对于通货膨胀也特别注意，尤其是通货膨胀对于企业营运收益的影响。

通货膨胀

巴菲特认为，通货膨胀是一种政治现象，而非经济现象。由于到目前为止，对于政府的支出尚未有一个永久有效的限制加以规范，不断的发行货币将使得通货膨胀日趋严重。巴菲特承认他无法预知，高度通货膨胀的情况何时还会再发生。但是赤字支出的持续恶化将使得通货膨胀无法避免。有点出乎意料的是，巴菲特认为贸易逆差比预算赤字更令人担心。巴菲特相信，由于美国拥有相当健全的经济制度，预算赤字的问题总有办法解决。但是，贸易逆差又是另外一回事。贸易逆差的问题深深困扰着巴菲特，也成为他在思考高通货膨胀问题时的一个重要参考因素。

股东权益缩水

巴菲特指出，在80年代期间，美国人的消费总额比生产总额还要高。换句话说，美国人不但购买美国的产品，同时也进口国外的产品。在引进这些外国货的时候，我们发行了各种不同的清偿票据，包括美国政府公债、法人的公司债和美国银行的存款。这些给与其他国家的清偿票据，正在以一个可怕的速度成长。由于我们是个富裕的国家，这个贸易逆差可能暂时不被注意，但是总有一天它会吃掉我们的资产（高尔夫球场和旅馆）和制造设备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，削减贸易赤字最简单的方法是提高通货膨胀。因此，国外的投资人对于未来美国偿还这些票据的能力，可能会被误导。在积欠的求偿权增加到难以处理的程度时，通货膨胀的诱惑就很难抗拒了。但事实是，对于债务国而言，通货膨胀就像是经济上的氢弹一样。因此，很少有人愿意接受债务国所出售之以该国货币为清算单位的借款。由于美国在经济上的信用一向良好，世界各国都愿意购买我们的债务。但是如果有一天，美国使用通货膨胀的方式来规避债务，受害的将不只是那些债权国而已。

巴菲特明确地指出，由于预算赤字和贸易逆差等外在因素对通货膨胀的影响，这些因素“将会是决定你在波克夏哈萨威里的投资能获利多少的最重要因素”。高通货膨胀率，对于公司能否为投资人赚得实质的报酬，是一项负担。所谓实质的报酬率是指股东权益报酬率必须高于悲惨指数——税率（投资人的股利所得税及资本利得税）及通货膨胀率之和。

巴菲特说，所得税永远不会把股东的盈余变成亏损。就算税率高达 90%，在通货膨胀率是零的情况下，股东还是会有收入。但是，在巴菲特亲身经历过的 70 年代末期，通货膨胀急速恶化，各个企业必须提高报酬率，股东才可能获利。巴菲特指出，就算是一个报酬率高达 20%的公司，这已经是个不易达到的目标了，在通货膨胀率 12%的环境之下，也很难为股东赚取利益。以 50%的税率等级来计算，报酬率 20%的公司将所有的盈余全部分配给股东，也只有 10%的净收益。如果通货膨胀是 12%，那么股东所拥有的购买力，只剩下年度开始时的 98%而已。如果累进税率为 32%，通货膨胀率为 8%，公司的报酬率至少必须达到 12%，股东才能处于不亏损的状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长久以来，在传统的观念上，股票是对抗通货膨胀的最佳屏障。投资人相信，身为公司的股东，公司自然会将通货膨胀所增加的成本，转嫁到顾客的身上，借此保障股东在投资上的实质利益。巴菲特不同意这个看法。他指出，通货膨胀并不保证公司的投资报酬率会提高。根据巴菲特的解释，增加股东权益报酬率的方法只有下列五种：

一、提高资产周转率（销售额和资产之间的比率）。

二、增加营业毛利。

三、设法节税。

四、提高负债比率。

五、使用较便宜的举债方式。

提高资产周转率

在第一个方法里，我们分析下列三种资产：应收帐款、存货以及固定资产（工厂和机器设备）。巴菲特指出，无论销售总额的增加是因为出货量增加，或者是通货膨胀的结果，只要销售总额增加，应收帐款也会跟着增加。因此，巴菲特认为，我们不能够期待以这个角度来增加股东权益报酬率，而且存货的处理也不那么简单。根据巴菲特的观察，销售总额的增加将会提升存货周转率。短期内，货源供应不足或成本的改变，都可能造成存货的大幅变动。在通货膨胀期间，如果采用先进先出（FIFO）盘存法，可以在某种程度上改善股东权益报酬率。

事实上，在1975年之前的十年通货膨胀率持续上升的期间，《财星》杂志五百大企业的平均存货周转率只从1.18/1增加到1.29/1。在刚开始的时候，通货膨胀会使得存货周转率和固定资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产比起来，有增加的趋势。因为销售总额的增加，将会超过固定资产折旧的速度，周转率随之升高。然而，在这些已折旧的固定资产重新更新之后，周转率将会减缓，直到通货膨胀的速度再次赶上销售总额和固定资产的增加。

增加营业毛利

大多数的经理人认为，营业的毛利应该是有办法可以增加的。较高的毛利能够增加股东权益报酬率。巴菲特指出，通货膨胀对于经理人在成本控制方面，几乎没有帮助。公司在经营上，所面对的主要非利息及非税赋支出是原料、能源以及工人的工资。在通货膨胀期间，这些费用通常会升高。根据统计上的结果，巴菲特针对联邦贸易委员会的报告，寻找出一个在60年代达成8.6%税前销售毛利的制造业公司。到了1975年的时候，同样的制造公司，在面临通货膨胀的情况下，税前销售毛利却只有8%。尽管通货膨胀持续上升，毛利不升反降。

设法节税

关于如何以较低的所得税，增加股东权益报酬率，巴菲特要求他的读者，设想一下拥有D类股票的美国企业投资人。A、B、C三类股票为联邦政府、州政府和地方政府所持有，并且代表它们各别的税收求偿权。尽管A、B、C三类股票的所有人，对于他们持股公司的资产并没有求偿权，但是他们却能分得一个相当比例的公司盈余。巴菲特解释说，A、B、C类股的持有人，依法可借由股东大会投票的方式，增加他们在公司盈余中的分配利益。显而易见地，在这种情形发生的时候，D类股持股人的利益必然受到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损害。接着巴菲特问到，如果通货膨胀持续上升，你能够期待 A、B、C 类股的持有人，同样借由投票的方式自愿放弃公司部分的盈余吗？

提高负债比率

公司可以利用增加负债，或者是改采较便宜的融资（低利率）等方式，来增加股东权益报酬率。然而，巴菲特说通货膨胀并不会引导放款利率下降。相反的，通货膨胀恶化，资金的需求随之增加，被迫性借款的需求也就越来越大。除此之外，通货膨胀持续恶化，贷方基于对未来的不确定，会要求对他们的贷出资金付出较高的利率。巴菲特说，即使是在利率并未大幅调升的情况下，以稍高的利率来替代原本利率较低的已到期借款，也会成为公司的一项开销。

便宜的举债方式

在商场上很讽刺的一件事情是，有能力借款的公司通常不需要以这样的方式筹措资金。偏偏是那些连生存都有困难的公司，整天在银行窗口前排队。尽管如此，预期通货膨胀将会使得资金需求增加的公司，仍然会采取贷款的行动，在商业活动减缓和资金需求增加的公司案例里，一般的企业不向股票市场筹措所需的资金，甚至删减所有的股利。如果运用得当的话，增加负债能够增加股东权益报酬率。然而，根据巴菲特的解释，在通货膨胀持续上升的期间，提高负债的利润将会被升高的利息费用所抵销。

巴菲特根据二次大战之后的股东权益报酬率资料，做了以下的结论：长期来看，这些报酬率的波动其实很小。以二次世界大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战战后的每十年为一期来看，至1955年为止，道琼工业指数的股东权益报酬率为12.8%；1956年到1965年的10年为10.1%；至1975年为止的十年，平均为10.9%。

巴菲特指出，若分析《财星》杂志的五百大企业，至1965年为止的10年，股东权益报酬率为11.2%；至1975年为止的10年则为11.8%。以30年为一期来看，大多数美国企业的平均股东权益报酬率，介于10%到12%之间。重要的是，股东权益报酬率和通货膨胀率上升或下降并没有明显的关联。因此，巴菲特说的没错，高通货膨胀率并不能帮助公司增加股东权益报酬率。

了解到自己不能借由通货膨胀获利，巴菲特转而设法避开那些会被通货膨胀所害的企业。那些需要大量的固定资产才能顺利运作的公司，总是被通货膨胀所害。巴菲特说，就算是那些不大需要固定资产的公司，在通货膨胀中还是会受到伤害，只是所受到的伤害比较小。而受害最少的，则是那些拥有极佳经济商誉的公司。

经济商誉

经济商誉和我们比较熟悉的会计商誉是完全不同的两样东西。会计商誉是资产负债表上的一个科目；它是用来计算帐面价值的一个部分。反观经济商誉，它包含的范围比较大，缺少精确的定义，却是公司实质价值中很重要的一项。

创造高收益

关于经济商誉的第一点，巴菲特指出，如果一家公司的资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报酬率能够达到平均以上的水准，那么该公司的实质价值就应该超过它有形资产的总值。例如，在1972年，蓝筹印花公司以2500万美元的价格收购了喜诗糖果公司。那个时候，喜诗糖果公司拥有800万美元的有形资产。喜诗糖果公司以800万美元的资产，在没有负债的情况下，每年的税后盈余高达200万美元，或者说是资本的25%。喜诗糖果公司并不是靠它的工厂、设备以及存货的公平市价，来赚得这样超乎寻常的收益。

根据巴菲特的解释，喜诗糖果公司之所以能够有这么好的业绩，是因为它享有提供优良糖果以及服务的名声。正因为享有这样的声誉，喜诗糖果公司可以将它的糖果价格订得比生产成本高出许多。这就是经济商誉的精髓所在。只要良好的声誉持续不坠，这种特殊的价格就可以带来更高的收益。而经济商誉将会维持在这样的水准，甚至与日俱增。

相反地，会计商誉将不会保持在相同的水准；因为就会计行为的惯例，它会渐渐地摊销而减少。根据一般公认的会计原则(GAAP)，当一家公司以超过其资产净值(总资产减去总负债)的价格成交卖出时，这个多出来的价值将被列在资产负债表的资产栏内，并且定名为商誉。就像其他的资产一样，这个商誉将以40年的期限来摊还。在每个会计年度，商誉将减少四十分之一的价值，并从盈余里面扣除。既然蓝筹印花公司以超过喜诗糖果公司有形资产1700万美元的价格把它购买下来，那么在蓝筹印花公司资产负债表上的资产栏内，就必须列入商誉这一项。在每一年度，这个商誉的四十分之一，也就是42.5万，以盈余的减项为科目从资产负债表上扣除。在年限到期之后，喜诗糖果公司的会计商誉将不复存在，但是只要其名声持续不坠，它的经济价值就会持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长。

价值随通货膨胀增加

经济商誉不但能够带来平均以上的股东权益报酬率，它的价值也会随着通货膨胀而增加，这种升值的趋势是了解巴菲特股权投资策略的基本要件。为了解释经济商誉随着通货膨胀而增加的实际情形，巴菲特以另外一间假设的蜜蜂糖果公司来和喜诗糖果公司的财务运作做比较。前面已经提过了，喜诗糖果公司以 800 万美元的资产，每年赚进 200 万美元的收入。巴菲特假设蜜蜂糖果公司也能有 200 万美元的年收入，却需要1800万美元的资产来运作。蜜蜂糖果公司的收益占总资产的 11%，可见它的商誉比喜诗糖果公司差得多。既然蜜蜂糖果公司的获利能力并不突出，所以如果要转手的话，它可能只值资产总值的1800万美元。

请记住这一点，拥有良好获利能力的公司，往往能够以超过资产总值的价格待价而沽。即使这两家公司的收入完全相同，而喜诗糖果公司只有一半的有形资产，巴菲特却以2500万的价格收购喜诗糖果公司，这足足比蜜蜂糖果公司的总价值多出了 700 万美元。巴菲特要求我们好好地想一想，拥有较少资产的喜诗糖果公司是不是真的比蜜蜂糖果公司有价值？巴菲特说，如果你相信我们住在一个持续通货膨胀的世界里，那么答案将是肯定的。

为了了解通货膨胀对这两家公司的影响，我们考虑通货膨胀使得成本加倍的情形。为了维持同样的获利水准，两家公司都必须将盈余增加到 400 万美元，即使销售量不变，毛利也维持相同，要达到这一点并不困难，你只要把价格上涨一倍就行了。喜诗和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蜜蜂糖果公司之间最重大的差别在于资产一项。通货膨胀允许两家公司都提高它们的价格，但是这同时需要更多的资本支出。巴菲特指出，如果销售加倍了，那么在存货上就必须投资更多的钱，来支持这样的销售情形。面对通货膨胀，固定资产的反应会比存货来得慢一些。但是长期来讲，工厂和机器终究是需要以一些更昂贵的设备来更新。

既然喜诗糖果公司只以 800 万美元的资产就能够获得 200 万美元的盈余，所以如果希望盈余增加到 400 万美元，那么就得再增加 800 万美元的资本。但是对蜜蜂糖果公司而言，再增加 200 万美元的盈余意味着得再投入1800万美元的资本。蜜蜂糖果公司以3600万美元的资产获得 400 万美元的盈余，其获利能力仍然为11%，因此，它转手的价格大约是3600万美元。那就是说，蜜蜂糖果公司将投入的每一份资金都转化成其市场价值。反观喜诗糖果公司，以1600美元的资本赚得 400 万美元的盈余，而它在理论上却拥有5000万美元的价值。巴菲特指出，喜诗糖果公司投入 800 万美元的资本就获得2500万美元的市场价值。这相当于每投资一块钱就换得三块多。

拥有高的固定资产——销售比率的公司通常报酬率都不高。这些企业为了维持正常的营运，都需要大量的资金再投资。在通货膨胀严重期间，这些资产比重高的企业都很难获得足够的现金以符合它们在资金上的需求。这些公司也很少有能力再买回自己的股票，或在实质上提高分给股东们的股利。在本质上，需要大量资金支出的公司是需要现金者，而不是制造现金者。

巴菲特指出，在通货膨胀时期，只有极少数的公司能够结合他们的无形资产——经济商誉——不需要另外投入大量资金的优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势，以获得可观的利益。随着不受限制盈余的增加，这些企业将能够增加股利的发放，并且增加持有的股份。巴菲特说："在通货膨胀期间，商誉将会使高收益率的公司，持续不断地得到益处。"因为巴菲特曾经由一些经营不良的企业中熬出头来，他对于那些低报酬率企业的收购或转投资都抱持非常小心的态度。拥有喜诗糖果公司使得巴菲特了解到经济商誉的价值。巴菲特说："在喜诗糖果公司获得的经验，使我们在一些股票的投资上赚了大钱。"

投资组合的管理

巴菲特并不采用投资组合管理方式，至少不是以传统的方法。现在的投资组合经理人，都不能不了解股票比重、产业分散，以及投资绩效与各种主要指数之间的关系。大部分的经理人，试着平衡手中各支股票的金额。他们同时也了解到自己在各种产业投下了多少金钱，包括基本原料、资本财（指生产工业品所需的生产设备）、周期性消费品、日常消费产品、财务、技术、能源、公用事业和运输等等。只有少数的投资组合经理人（如果有）未注意到，他们手中持股的表现与史坦普 500 种股票指数及道琼工业指数的比较。巴菲特当然也知道这些统计数据，但是他从不浪费太多心思在这上面。

集中二大产业

在波克夏 1991 年的年度报告里，巴菲特解释了他如何管理自己所投资的有价证券。如果他被限制只能选择设立在奥玛哈的公司，首先他会确认各个企业的长期表现特质。接着他会判断各个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的管理品质。最后，他会想办法以合理价格买下一些绩优公司。他说，他并没有兴趣去购买城里每一家公司的股权。而现在，既然他所能选择的公司远远不只在奥玛哈一地，那么他又何必采取其他的策略呢？

在1971年，许多年金基金经理人卖掉债券而改买股票。巴菲特承认，当时的确有许多具吸引力的公司可以投资，但是只有极少数符合他价格合理的标准。在1971年，波克夏所投资的股票总值为1170万美元。三年之后，在1974年的空头市场，同一批年金基金经理人只把他们手头上21%的资金投入价格极为低廉的股市里。另一方面，巴菲特却大量地把波克夏的资金投入到股市里，到了1975年，波克夏投资的股票总值增加到了3900万美元。1978年年底，波克夏所投资的股票，市价达到2.2亿美元，和一笔价值高达8700万美元的未实现收益。在这三年中，道琼工业指数从852点下跌到805点，而波克夏在普通股上的已实现与未实现获利为1.12亿美元。

波克夏第一个大量收购的股票是华盛顿邮报公司，1973年，巴菲特在这间报社投资了1000万美元，到了1977年，他的投资增加到了三倍。华盛顿邮报公司是波克夏购买的第一个出版事业。巴菲特也在广告公司和广播公司上投资。波克夏当时持有联众集团和奥美两间公司的股票一段时间。巴菲特在70年代末期，拥有首都和美国广播公司二家企业。在1986年，波克夏提供首都购并美国广播公司所需的资金。

1978年，巴菲特完成了他到现在为止最大宗的投资，以2 380万美元收购一间名叫SAFECO的公司。根据巴菲特的分析，它是当时全国最好的产物及意外保险公司，甚至比波克夏自己的产物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及意外保险公司还要好。除了 SAFECO 之外，再加上 GEICO（政府员工保险公司）里的投资，总共占了波克夏股市投资的 29%。广告、广播以及出版公司占了 37%。波克夏的股市投资，几乎有三分之二都集中在两种产业团体上：金融和周期性消费产业。

80 年代的股票投资

1980 年，波克夏拥有十八间市场价值超过 500 万美元的公司，除了广告、广播、保险以及出版公司之外，巴菲特也拥有银行（底特律全国银行）、食品公司（通用食品公司），采矿公司（美国铝业公司、凯塞铝业化学公司、克里夫兰—克里夫钢铁公司,）、零售商（吾尔渥斯）、服务公司（平克顿）和烟草公司（雷诺烟草公司）。这就是巴菲特最多元化的投资组合状况。他除了资本财、能源、科技和公用事业以外的各个主要工业集团，都有股票投资。

直到现在，巴菲特都不曾拥有一间科技公司；他承认自己无法对这类公司有充分的了解，以做出正确的判断。除此之外，他也不曾拥有任何公用事业公司。他对于利润固定的行业从来不感兴趣。巴菲特曾经对石油业进行短暂的投资：1979 年的阿姆拉达赫斯公司以及 1984 年的埃克森公司。这些年来，巴菲特曾经为了套利，而购买一些股票（详见第六章）；阿卡他公司，1981 年）、比阿特丽斯食品公司（1985 年）和里耳西格勒（1986 年）等都是。尽管潜在的利润不大，巴菲特以转换现金持有方式，投资其他证券当做套利，来增加收益。

1986 年，波克夏总共投资了五种股票：首都/美国广播公司、GEICO、华盛顿邮报公司、汉帝哈曼和里耳西格勒，前面已经提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过，在里耳西格勒上的投资是为了套利而作的。而汉帝哈曼是一间生产黄金和银制品的公司，只占了波克夏 19 亿投资组合的 2.4%。巴菲特三种主要的持股分别是——首都/美国广播公司、GEICO 以及华盛顿邮报公司——共占波克夏普通股投资组合的 93%，总价值高达 17 亿美元。在该年度里，巴菲特并没有找到任何一个同时具有完善的管理系统，和价格低廉的优良企业可以吸引他投资。

在 1987 年 10 月股票市场大跌的期间，股票价格暂时下跌到吸引人的水准，但是巴菲特并没有把握住机会，在股价翻升之前为波克夏增加持股。那年年底，波克夏的持股总值首次超过 20 亿美元。令人吃惊的是，巴菲特的手中仅持有三种股票，分别是价值十亿美元的首都/美国广播公司股票、7.5 亿的 GEICO 股票，和 3.23 亿的华盛顿邮报公司股票。无庸置疑地，没有任何一位资本额超过 20 亿美元的专业投资组合经理人，会把所有的资金全部集中在三种股票上。

1988 年，巴菲特不动声色地收购了超过1 400万美元股价的可口可乐股票。那是他在 1986 年首都/美国广播公司收购案之后，第一件大宗的买卖，同年底，波克夏在可口可乐上的投资额高达 5.92 亿。第二年，巴菲特另外又增加了 917.75 万股的股权，使得波克夏在可口可乐公司上的投资超过了十亿美元。这次的行动可以说是非常的大胆，但也带来了高额的利润。到了 1989 年年底，波克夏在可口可乐的未实现收益高达 7.8 亿美元。

在 1989 年到 1993 年期间，波克夏渐渐增加持股公司的总数。在 1993 年底，他手中共包括了九间公司的持股。到目前为止，可口可乐公司以 41 亿美元的金额，为他最主要的持股，共占了波克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夏投资组合总额的37%。第二大持股是GEICO，总值17亿美元。接下来是吉利公司的14亿、首都/美国广播公司的12亿、威尔斯法哥银行的8.78万，联邦住宅贷款抵押公司的6.8亿、华盛顿邮报公司的4.4亿、通用动力的4.01亿和健力士的2.7亿美元。最主要的四项持股占了波克夏投资组合的76%。一度曾经是波克夏最主要投资项目的华盛顿邮报公司，现在占他持股总额的3.9%。以产业性质来区分，波克夏的普通股投资组合里，52%是从事日常消费性产品的生产，29%是金融业，周期性消费产业占了15%，而资本财则为4%。附录里的表A·1到A·17详列了波克夏每年的持股状况。

长期持有

从他的经验里，巴菲特学习到优良的企业能让投资人很容易地做决定。但是那些状况不佳的公司，却使投资人犹豫不决。如果他不能轻易地说服自己做下购买的决定，那么他就会放弃那间公司。巴菲特这种勇于说不的精神，是由于他记取了与班·葛兰姆共事的经验。巴菲特还记得要推荐股票给葛兰姆是多么困难的一件事，他的建议老是被否决。巴菲特回忆到，葛兰姆只有在所有的因素都对他有利的情况下才肯购买股票。而这个说“不”的能力，正是使得投资人能够获利的最大因素。

巴菲特之所以能够成功地管理波克夏的投资组合，多半要归功于他“以静制动”的能力。大部分的投资人都很难抵抗诱惑，不断地在股市里抢进抢出。巴菲特回忆道，当他在纽约工作的时候，总会有人跑来跟他报明牌，告诉他哪一间公司稳赚不赔。“我真是股市经纪人最好的客户。”问题是，其他的人也是。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特表示，投资人总是想要买进太多的股票，却不愿意耐心等待一间真正值得投资的好公司。每天抢进抢出不是个聪明方法。**在他的想法里，买进一间顶尖企业的股票然后长期持有，比起一天到晚在那些不怎么样的股票里忙得晕头转向，绝对是容易得多。**巴菲特认为自己没有那样的才能，可以在那些本身体质不佳，只靠每天股市涨跌来运作的公司之间打转。有很多投资人一天不买卖就浑身不对劲，他却可以一整年都不去动手中的股票。他说："近乎怠惰地按兵不动，正是我们一贯的投资风格。"

根据巴菲特的意见，投资人绝对应该好好守住几支前途看好的股票，而不是三心二意地在一堆体质欠佳的股票里抢进抢出。事实上，巴菲特的成功主要是建立在几宗成功的大宗投资上。假如我们把他最好的几个投资行动除去不看，那么他的投资绩效比起一般人也好不到哪里去。根据他的讲法，"投资人应该假设自己手中只有一张可以打20个洞的投资决策卡。每作一次投资，就在卡片上打一个洞。相对地，能够作投资决定的次数也就减少一次。"巴菲特相信，假如投资人真的受到这样的限制，他们就会耐心地等待绝佳的投资机会出现，而不会轻率地作决定。

因为资本利得必须课税，所以巴菲特认为，以财务利益的观点来看，他这种长期持有的策略，比起那些强调抢短线的投资方式更为有利。他以下面的例子加以说明：假设我们做了一个每年成长一倍的一块钱投资。如果我们在第一个年度结算时出售，我们的净收益为0.66元（假定累进税率为34%）。如果我们继续以每年加倍的速度投资，并不断出售和支付税金，然后将收益转投资，20年后我们的获利是2.52万美元，所支付的总税金为1.3万美元。但是如果我们购买了这项每年成长一倍的一块钱投资，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后握在手中 20 年都不动，那么在 20 年之后，我们的总收益将高达 69.2 万美元，所付的税金则为 35.6 万美元。

集中持股，降低风险

巴菲特从经验中得知，体质优良且经营得当的企业通常价格都不便宜。一旦见到价格低廉的绩优企业，他一定毫不迟疑地大量收购。他的收购行为完全不受经济景气低迷，或是市场悲观气氛的影响。只要他相信这项投资是绝对具有吸引力的，他就会大胆购买。巴菲特这种集中投资的理论，在波克夏 1991 年的年度报告中有更进一步的解释。在那里面，巴菲特引用了梅纳德·凯因斯写给同事史考特信里的话："随着年岁增长，我越来越相信，正确的投资方式是把大量的资金，投入到那些你了解，而且对其经营深具信心的企业。有人把资金分散在一些他们所知有限，又缺乏任何卖点的投资之上，以为可以借此降低风险。这样的观点其实是错误的……每个人的知识和经验必然是有限的，而我也很少能够同时在市场上发现两家或三家以上可以让我深具信心的企业。"

除了凯因斯的话，菲利普·费雪在课堂上的教学也促成了巴菲特把波克夏的投资组合集中在少数几间公司上的做法。和凯因斯一样，费雪也认为同时握有太多种的股票反而提高了投资的风险。那些被迫要注意并且分析各种股票的投资组合经理人，所冒的风险是把太多的金钱放在不好的投资上面，而没有充裕的资金可以投资在那些真正强势的股票上。对大多数的保险公司而言，波克夏这种大量集中在少数股票的作法并不恰当。巴菲特这种集中投资的策略有较高的机会可以获得优于一般人的长期收益。当然，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于股票市场的起起伏伏，他很可能在长期持股这段期间里的某些时候，显得格外有远见，或者是愚蠢得令人难以置信。

巴菲特对于他手中持股的涨跌与市场股价指数表现的比较，可说是毫不关心。他是以营业的实绩来判断股票的好坏，而不是短期的（每天、每周、每个月、每年的）成交价格。他知道，只要企业本身拥有杰出的营运绩效，总有一天这样的绩效会反映到股票的价格上。

不透明盈余

正如同巴菲特不太在意市场上的股价波动，他对于符合一般会计原则标准的盈余报告也不是特别关心。尽管用于规范盈余申报的会计原则标准，会对波克夏哈萨威的财务状况产生错误的判读，巴菲特每天晚上还是睡得很好。

具表决权股票不足 20%

盈余申报究竟该采取三种会计方式中的哪一种，这取决于投资人所持有的具表决权股票的百分比。如果你身为一个拥有过半数具表决权股票的投资人，根据会计原则，你可以完全合并所有的收益和费用，并扣除那些不属于你的少数股东盈余。若是属于第二类，拥有20%到50%的具表决权股票，这将假设你对公司的营运具有影响力。因为这个假设，投资人的盈余所有权将以权益法来计算。这时，不能编列合并财务报表；只有你的盈余部分，才能在财务报表中列示。第三类，持有表决权股票的比例在20%以下，你只能把属于自己的股利部分（如果有的话）包含在盈余申

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报里。所有的保留盈余或者是尚未分发的盈余，都不能出现在你的损益表中。波克夏哈萨威所有的持股状况都属于第三类。

由于这些会计原则的规范，波克夏在普通股上的大额投资对于公司总体盈余的分配，有实质上的影响。目前，波克夏所持有之普通股的未分配盈余，几乎和它所有子公司盈余的总和一样多。例如，在1990年，波克夏拥有首都/美国广播公司18%的股权。在该年度里，首都/美国广播公司赚了4.65亿美元。虽然属于波克夏的盈余高达8300万(4.65亿的18%)，但是它只能够申报53万的股利：首都集团18%的股利减去七万美元的税金。波克夏不能够提列首都/美国广播公司留作保留盈余的8200万美元。

重视保留盈余转投资

这个会计限制对于大多数被迫申报所有盈余的企业管理者而言，是难以接受的。但是在另一方面，巴菲特的投资策略并不需要尽可能扩张财务报表帐面的盈余。这些未受波克夏控制经营的公司，潜在的经济面非常良好，而比起买下整个公司来说，巴菲特也能够以较为合理的价格获得该公司部分的所有权。他情愿以每股十几块美元的价格拥有一间绩优公司10%的股份，也不愿以每股二十多块美元的价格拥有同一间公司100%的股份。

如果以同样金额的投资来看，巴菲特情愿拥有两块钱波克夏不能公布于财务报表的盈余，也不愿因可以在财务报表公布一块钱的盈余而买下它。波克夏哈萨威的价值不是取决于它是否能够在财务报表申报保留盈余，而是最后取决于它如何利用这种保留盈余做转投资，以及转投资所能产生的未来盈余。盈余的运用远比盈余的公布来得重要。“我们不在乎那些审计师是不是听到树倒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了；我们只在乎树到底是谁的，以及再来要如何处置它。”

为了帮助股东了解波克夏哈萨威“未公布”的普通股盈余的价值，巴菲特发明了“不透明盈余”这个讲法。波克夏哈萨威的不透明盈余，是由它所有子公司的营业收益（包括来自普通股投资得来的股利），普通股投资中持股公司的保留盈余，以及因支付保留盈余所必须缴纳之税金预备金共同组成。每个年度，巴菲特都会提供股东一些相关的表格，来帮助他们了解不透明盈余对于波克夏哈萨威所作的贡献。

巨额不透明盈余

1991 年（详见表 3. 1），波克夏以“投资人”的身份（波克夏在股市中持有某些公司的普通股）所拥有的保留盈余高达 2.3 亿美元。扣除保留盈余在分发后所需缴纳的税金，实际的未公布保留盈余是 2 亿美元。如果你把这 2 亿美元加到波克夏 3.16 亿美元的营业收益上，则 1991 年的不透明盈余总额高达 5.16 亿。巴菲特指出，波克夏该年度盈余的 44％是“冰山一角”——只有一部分露在表面上面。到了 1993 年（详见表3. 1），波克夏靠投资赚得的保留盈余增加到了 4.39 亿。扣除税金之后的未公布盈余为 3.78 亿。波克夏的不透明盈余共达 8.56 亿。总盈余的 44％则是冰山的一角。

巴菲特为波克夏哈萨威所设定的长期目标是，每年增加平均 15％的实质价值。他相信，只要不透明盈余每年能够增加 15％，波克夏的规模也就会以相同的速率成长。事实也的确如此。根据巴菲特的计算，从 1965 年以来，随着帐面价值的成长，波克夏不透明盈余的年成长率为 23％。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1 波克夏哈萨威的“不透明盈余”

	波克夏年末股权			波克夏保留盈余（百万美元）		
波克夏的主要投资	1993	1992	1991	1993	1992	1991
首都/美国广播公司	13.0%	18.2%	18.1%	$ 83[b]	$ 70	$ 61
可口可乐	7.2%	7.1%	7.0%	94	82	69
联邦家庭贷款抵押公司	6.8%[a]	8.2%[a]	3.4%[a]	41[b]	29[b]	15
GEICO	48.4%	48.1%	48.2%	76[c]	34[c]	69[c]
通用动力	13.9%	14.1%	—	25	11[b]	—
吉利公司	10.9%	10.9%	11.0%	44	38	23[b]
健力士公司	1.9%	2.0%	1.6%	8	7	—
华盛顿邮报	14.8%	14.6%	14.6%	15	11	10
威尔斯法哥公司	12.2%	11.5%	9.6%	53[b]	16[b]	(17)[b]
波克夏主要投资的股权				$ 439	$ 298	$ 230
保留盈余的税负[d]				(61)	(42)	(30)
波克夏帐面盈余				478	348	316
不透明盈余总和				$ 856	$ 604	$ 516

来源：波克夏哈萨威 1992 年和 1993 年年报

a 在魏斯科的少数股权净值。

b 一年度股权平均值。

c 不包含已实现资本利得。

d 波克夏支付股利收入 14%的税负。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旅 鼠

旅鼠是生长在苔原地区的小形啮齿类动物，以集体游向大海的举动而闻名。在正常时期，春天是旅鼠的迁徙季节，它们向四处移动，寻找食物和新的住所。然而每隔三到四年，就会有奇怪的现象发生。由于繁殖率高而死亡率低，旅鼠的数目开始增加。一旦扩充到了某个程度，旅鼠们开始在夜里有一些不寻常的举动。不久之后，这群大胆的小动物开始在白天里行动。一旦遇到障碍，旅鼠越聚越多，直到惊慌失措的反应迫使它们强行越过障碍。在这样的行为增强之后，旅鼠开始向一些它们平常敬而远之的动物挑战。

虽然有许多旅鼠在半途饿死、被其他动物吃掉，或是死于意外事故，大多数的旅鼠还是能够到达海边。它们争先恐后地往大海游去，拼了命地向前游，直到力气用尽淹死为止。从来没有人知道旅鼠的这种行为是为了什么。动物学家提出一个理论：旅鼠大批的迁移是因为食物供应情况的改变，以及（或者）是因为感觉到压力的存在。旅鼠之间互相的推挤和竞争，可能引起荷尔蒙的变化而导致行为的异常。

盲目投资

因为金融市场时常发生一些剧烈的变动，这引发了专业投资人长久以来对于人类行为心理学理论的兴趣。班・葛兰姆举了一个例子来说明某些投资人的非理性行为。巴菲特在波克夏 1985 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的年度报告里，与他的读者分享了葛兰姆的寓言。有一个石油探勘者在上天堂的时候，圣彼得告诉他一个坏消息。圣彼得说："你的确有资格进天堂，可是你也看到了，分配给石油业者居住的地方已经客满了，我实在没有办法把你安插进去。"想了一会儿之后，那个石油探勘者问圣彼得说："我可不可以跟那些现在住在那里的人讲一句话？"圣彼得想想，让他说句话也无妨。那个石油探勘者于是合起他的手成杯形，放在嘴边大叫：地狱发现石油了！"忽然之间，大门开了，所有的人蜂涌而出向地狱冲去，这留给圣彼得很深的印象，并立刻邀请探勘者搬进去，无拘无束地住在那里。结果探勘者犹豫了一下说："不，我想我还是跟那些人一起去好了。谣言里，也可能有一些失实的成分。"

华尔街上尽是一些受过良好教育，同时拥有丰富经验的专业人员，却无法在市场上凝聚一股更合乎逻辑和理性的力量，这点让巴菲特很难理解。事实上，那些占公司所有权最高比例的股票，其股价波动得也最厉害。企业管理阶层无法决定股价。他们能只够借由公布公司的消息，希望可以鼓励投资人采取理性的行动。巴菲特指出，股价的大幅波动，跟机构投资人"旅鼠般的"行为有很大的关系；反而比较不受公司累积收益的影响。

分散投资的谬误

巴菲特承认，他的长期持有策略与目前机构投资人的基金经理人之思考模式有很大的落差。绝大多数的基金经理人总是在华尔街出现新宠之后，迅速更改（买进或卖出）手中的持股。他们的投资组合不断地在那些主要的大企业之间进行多角化风险分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散，这样作的目的多半是为了保护自己，以免跟不上市场的脚步，极少是因为他们感觉那些公司有良好的经济价值。在巴菲特的想法里，“机构投资人”这个名词正代表着矛盾。他说，把基金经理人称为投资人，就像把追求一夜风流称为浪漫是一样的。

有些批评者指出，因为基金经理人不断地设法从事分散化的投资，所以他们比巴菲特更保守。巴菲特不同意这个说法。他的确承认基金经理人以比较传统的态度从事投资行为。然而他认为，遵照传统并不一定就是保守。保守的行为必须是有事实和推理为依据的。巴菲特并不会因为一些“重要人士”同意他，而增加自己的信心，也不会因为那些人的意见与他相左就丧失信心。不管他是以传统或非传统的方式来投资，或别人同不同意，巴菲特永远维持他保守经营的方式。

巴菲特说，大多数投资组合经理人的表现比那些主要指数还差，并不是因为他们的能力不足，而是受了机构投资人决策程序所害。根据巴菲特的说法，大多数机构投资人的决策，是由那些坚持遵守公认的投资组合必须分散，才能分散风险此一主张的团体或委员会所制定。那些雇用基金经理人的机构投资人视投资安全与市场上的平均收益为一回事。不论合不合情理，遵守分散的原则，绝对比个人的独立思考更受嘉奖。遵守标准的分散投资组合的基金经理人，不管合不合理，他们被奖赏的机会，超过有独立想法的经理人。

巴菲特说：“绝大多数的经理人都缺乏动机做出聪明，但有可能让自己看起来像是白痴的决定。他们个人的得失太过明显；如果采用非传统的决定而获得成功，老板顶多拍拍你的背表示嘉许，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果不幸失败了，他们一定立刻请你走路。但是采取传统的决定而失败却是可以被接受的；一大群旅鼠可能有恶劣的形象，但是从来没有人跟一只落单的小旅鼠过不去。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　收购企业

巴菲特说："因为我把自己当成是企业经营者，所以我成为更优秀的投资人。因为我把自己当成是投资人，所以我成为更优秀的企业经营者。"

根据华伦·巴菲特的说法，全面收购一个企业与购买该企业的股票，基本上是没有差别的。对巴菲特来说，他较倾向于直接拥有整个企业，因为这样一来，他可以直接参与像是资本分配等重要决策。如果不行，他则选择以购买该公司普通股的方式来占有公司股份。巴菲特解释说，这样做的缺点是无法控制该企业，但却可以经由下列两个明显的优点获得补偿：首先，在股票市场上选择未受控制企业的空间比较大；其次，股票市场提供较多的机会，可寻找出廉价的交易。无论是收购整个企业，或者只是持有该企业部分的股票，巴菲特都遵守同样的权益投资策略：他寻求他所了解的，且利于长期投资的公司。同时，该公司的管理阶层必须诚实且具备充分的才能，最重要的是价格要吸引人。

巴菲特说："我们在投资的时候，要将我们自己看成是企业分析家，而不是市场分析师或总体经济分析师，更不是有价证券分析师。"这表示，巴菲特在评估一项潜在交易或是买进股票的时候，他会先以企业主的观点出发，衡量该公司经营体系所有质与量的层面、财务状况以及收购价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果回头看看巴菲特过去所做的交易，试着寻找其共同点，我们可以找到一些他用来作为决策依据的基本原则。挑出这些原则作更进一步的分析，我们可以将这些原则归纳成四类：

一、企业原则：企业本身的三个基本特性。

二、经营原则：高级主管必须展现出来的三个重要特质。

三、财务原则：公司必须依循的四项重要财务政策。

四、市场原则：互相关联的两个成本指导方针。

当然，并非所有巴菲特的收购行为都明显符合上述所有原则。但是大体而言，这些原则构成他权益投资策略的核心。

巴菲特也将这十二个原则当成自己管理波克夏哈萨威公司的准则。巴菲特照他所说的去做。他在自己购买的企业中寻找这些特质，同时也期望每天走过自己办公室门口的时候，也能够看到同样的特质。

企业原则

对巴菲特来说，股票是抽象的概念。他不以市场理论、总体经济概念或各产业领域的趋势等方式去思考。相反地，他的投资行为只和该企业实际的经营状况有关。他相信，如果人们的投资行为只是基于一些表面的观点，而完全不了解企业的基本面，那他们很容易在出现一点小状况的时候就被吓跑。可想而知，十之八九的结果就是赔钱。巴菲特当然不会这么做。他将注意力集中在尽可能地收集他有意收购之企业的相关资料，主要可分成下面三个项目：

一、该企业是否简单且易于了解？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、该企业过去的经营状况是否稳定?
三、该企业长期发展的远景是否被看好?

简单且易于了解

以巴菲特的观点，投资人财务上的成功，和他对自己所做之投资的了解程度成正比。以这样的了解，正可以用来区别以企业走向作为选股依据的投资人，和那些抱着打带跑的投机心态，整天抢进抢出，却是占了绝大多数的投资人。

多年来，巴菲特一直拥有许多企业：加油站、农场开垦公司、纺织厂、连锁性的大型零售商、银行、保险公司、广告公司、铝业及水泥公司、报社、石油、矿产和开采公司、食品、饮料、烟草公司，以及无线和有线电视公司。巴菲特或者拥有企业的控制权，或者只是拥有该公司部分的股票。无论是哪一种情形，巴菲特总是明确地掌握企业运作的状况。他了解所有波克夏持股公司的年收入、开销、现金流量、劳资关系、定价弹性和资本分配等情形。

因为巴菲特只在他了解的范围内选择企业，所以对波克夏所投资的企业一直有高度的了解。“仅在你的竞争优势圈内选股，”他建议投资人，“这不在于这个竞争优势圈有多大，而是在于你如何定义形成优势圈的参数”。

有人批评巴菲特划地自限，使得自己没有机会接触如科技工业等具有极高投资潜力的产业。但是**根据巴菲特的观察，投资的成功与否并非取决于你了解的有多少，而是在于你能否老老实实地承认自己所不知道的东西。**“投资人并不需要做对很多事情，重要的是要能不犯重大的过错。”在巴菲特的经验里，以一些平凡的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法就能够得到平均以上的投资成果。重点是你如何把一些平凡的事，做得极不平凡。

稳定的经营史

巴菲特不碰复杂的企业。对于那些正因面临难题而苦恼，或者因为先前的计划失败，而打算彻底改变营运方向的企业，他也是敬而远之。根据巴菲特的经验，报酬率高的公司，通常是那些长期以来都持续提供同样商品和服务的企业。彻底改变公司的本质，会增加犯下重大错误的可能。

巴菲特相信，“重大的变革和高额报酬率是没有交集的”。不幸的是，大多数的投资人都背道而驰。最近有许多投资人拚命抢购那些正在进行组织变革的公司。巴菲特说，基于某些不可理解的原因，投资人往往被一些企业将来可能带来的好处之假象所迷惑，而忽略了眼前的企业现实。

巴菲特从经营与投资的经验中学到，“咸鱼很少能够大翻身”。把气力花在以合理的价位购买绩优的企业，远比以较低的价格购买经营困难的公司更为划算。巴菲特解释说：“查理（孟杰）和我还没有学习到如何处理难以应付的企业问题。我们学会的只是去避开它们。我们之所以能够成功，并不是因为我们有能力清除所有的障碍，而是在于我们专注地寻找可以跨越的障碍。”

产业长期前景看好

根据巴菲特的说法，经济市场是由一小群有特许权的团体，和一个较大的商品企业团体所组成。后者，其中的大多数是不值得投资的。他将小部分拥有特许权的团体，定义成是提供商品和服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的企业，而这些商品和服务是：（一）有消费需求的；（二）无近似替代性产品；（三）不受法律规范。因为具有这些特色，使得有特许权的经销商可以持续提高其产品和服务的价格，而不用害怕会失去市场占有率或销售量。

一般情形是，有特许权的经销商甚至在供过于求，以及产能未完全利用的情况下，也能提高商品的价格。像这样的价格变动能力是此类经销商重要的特征之一。这使得它们获得较高的资本投资报酬率。另一个重要的特征是，有特许权的经销商拥有大量的经济商誉，这使得它们有较高的耐力去承受通货膨胀所带来的影响。

反观商品企业，所提供的产品多半大同小异。竞争者彼此之间没有太大的差别。几年以前，基本物资包括石油、瓦斯、化学药品、小麦、铜、木材和桔子汁等等。到了今天，电脑、汽车、航空公司、银行业和保险都已经变成日常必备的产品。尽管有庞大的广告预算，要有效地区别产品的差异仍极为困难。

一般来说，商品企业的报酬率都不高，而且“最有可能是获利不易的企业”。既然产品基本上没有什么不同，他们只能在价格上互相较量。拼命地把产品的价格压低，比成本高不了多少。除此之外，也只有在商品供应紧缩的时候能够赚钱。巴菲特指出，决定商品性企业长期获利能力的关键，是供应紧缩年数和供应充足年数的比值。然而，这个比值通常都很小。巴菲特开玩笑地说，波克夏纺织部门的最近一个供应紧缩时期，总共只持续了“那天早晨最美好的一段时光”。

在分析过公司经济面的特性之后，接着巴菲特判断公司在竞争上的优、弱势。他透露说：“我所喜欢的企业，一定具有我所能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解，并且认定它能够持续长久的经济优势。”

大多数拥有特许权的经销商，也都拥有经济上的优势。一个主要的优势是，它们拥有随时抬高价格，以及在投资资本上赚取高额利润的能力；另一个优势是，他们能够在经济不景气的时候生存。巴菲特认为，最好的情况莫过于犯了错还能够获得高额报酬。他说：“特许权经销商能够容忍经营不善的失误。不当的管理能减少特许权经销商的获利能力，但不致于造成致命的伤害。”

特许权经销商最大的弱势是，它们的价值不会永远不变。它们的成功不可避免地会吸引其他业者进入市场，竞争将会跟着发生，替代性的产品跟着出现，各家商品之间的差异性也就愈来愈小。在这段竞争期间，经销商将逐渐地退化成巴菲特所说的“弱势特许权经销商”，然后进一步成为“强势的一般企业”。最后，曾经拥有无限潜力的特许权经销商，会萎缩成为一般性的商品企业。

当这样的情形发生的时候，良好的经营管理能力的价值和重要性将大为提升。特许权经销商可以在不当的经营管理下生存，一般的商品性企业却不能。

经营原则

巴菲特对管理人员最高的赞美是，永远以身为公司负责人的态度作为行事与思考的准则。管理人员把自己看成是公司负责人，就不会忘了公司最主要的目标——增加股东持股的价值。同时他们也会为了进一步达成这个目标，做出理性的决定。此外，巴菲特对于那些能看重自己的责任，完整而详实地向股东公开所有营运状况，以及有勇气去抵抗所谓（盲从法人机构），而不盲目地追

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随同僚行为的管理人员，也抱持极为敬佩的态度。

在考虑收购企业的时候，巴菲特非常重视管理阶层的品质。他说，凡是波克夏所收购的公司，都必须有值得他赞赏和信赖的管理人员。条件当然是诚实而且干练。明确地说，他考虑的主要因素有：

一、管理阶层是否理性？

二、整个管理阶层对股东是否坦白？

三、管理阶层是否能够对抗“法人机构盲从的行为”？

理性

分配公司的资本是最重要的经营行为。因为一段时间之后，资本的分配将决定股东股权的价值。根据巴菲特的观点，决定如何处理公司的盈余——转投资或者是分股利给股东——是一个牵涉逻辑与理性思考的课题。《财星》杂志的卡洛·露米斯说：“巴菲特认为理性是他经营波克夏公司与众不同的一个特质，而这个特质通常是其他企业所欠缺的。”

如何运用盈余与公司目前所处的生命周期息息相关。随着公司的成长，它的成长率、销售、盈余以及现金流量都会产生大幅度的变化。在发展阶段，开发产品和建立市场得花去很多钱。接下来是快速成长的阶段，公司开始获利，但快速的成长可能使得公司无法负担；因此公司通常不只保留所有的盈余，同时也以借钱和发行股票的方式来筹措成长所需的资金。

第三个阶段是成熟期。公司的成长率减缓，并开始产生发展和营运所需之现金盈余。最后一个阶段——衰退期，公司面临销售和盈余的萎缩，但仍继续产生过剩的现金。在第三和第四个阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段之中，特别是在第三个阶段，公司最常面临到的问题是“应该如何处理这些盈余?”

如果将过剩的现金用在内部转投资上，而能获得平均水准以上的股东权益报酬率——高于资本成本，那么就应该保留所有的盈余作转投资，这只是基本的逻辑罢了。如果用作转投资的保留盈余比资本的平均成本还低，这么做就完全不合理了。这也是一般的普通常识。

只有其投资报酬是在平均水准甚至是平均水准以下，但却一再产生过多现金的公司，可以有下面三种选择：（一）它可以忽视这个问题，以低于平均的报酬率继续作转投资；（二）它可以购买成长中的企业；或者是（三）把盈余发放给股东。这就是巴菲特判断管理阶层优劣的重要关键。不良的经营体系因缺乏理性思考，而会在这里犯错。

一般而言，管理阶层会在认为报酬率过低只是暂时的情况下，选择继续作转投资。他们相信以自己的本领，一定可以帮助公司赚钱。股东们被管理人员的预测，公司情况一定会改善所迷惑。如果公司一直忽略这个问题，现金将逐渐被闲置，股价也会下跌。一个经济报酬率低、现金过剩、股价偏低的公司将会引来入侵者，而这通常就是丧失经营权的开始。为了保障自身的利益，主管人员一般会采用第二个选择：收购其他成长中的企业，来促使公司成长。

宣布收购计划可以激励股东，同时也能吓阻入侵者。然而，巴菲特对于那些需要靠收购以换得成长的公司抱持怀疑的态度。原因之一是，成长需要付出极高的代价；原因之二是，整合并管理新的企业容易犯错，而这些错误对股东来讲就是付出昂贵的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以巴菲特的观点来看，对于那些过剩现金不断增加，却无法创造平均水准以上的转投资报酬率的公司而言，唯一合理且负责任的做法只有将盈余回归给股东。因此，有两个方法可以使用：提高股利，或买回股票。

如果股东手上有现金股利，就有机会寻找其他高报酬率的投资。表面上看来这似乎是个不错的点子，但也因此有许多的投资人把股利增加看作是公司营运良好的指标。巴菲特相信，只有当投资人拿着现金所作的投资，比公司保留盈余转投资的报酬率来得高的时候，这才是一件好事。

多年来，波克夏哈萨威已经从其资本上获得很高的报酬率，而且一直保留所有的盈余。在报酬率这么高的情况下，如果把股利分给股东反而使他们的利益受到损害。毫不意外地，波克夏完全不支付股利。而且股东对此也都没有意见。巴菲特在 1985 年向股东提出了三个股利选择：（一）继续将盈余转投资，不发放现金股利；（二）发放营业盈余 5%到 15%的现金股利；（三）以一般美国产业的股利发放标准，发放盈余 40%到 50%的现金股利。在所有回应者之中，有 88%的大多数人倾向保持原来的政策。这项对于股东信心的最终测试，促使公司将 100%的盈余用于转投资。波克夏的股东对巴菲特深具信心。

有时候，股利的真正价值会被误解。同样地，回归盈余给股东的第二种方法——购回股票——也会被人误解。事实上，从各方面来看，采取这种做法对股东的利益较不直接，也不具体，同时也需要较长的时间才能看出成效。

巴菲特认为，以购回股票的方式处理盈余，报酬会是双倍的。如果当时的股票价格低于它的实质价值，那么购买股票是很正确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的做法。假设某公司的股价是50元，而它的实质价值应该是100元。那么每花一块钱购买股票，所获得的实质价值就有两块钱。这种交易的本质对于选择继续持股的股东而言，是极为有利的。

除此之外，根据巴菲特的说法，如果企业主管积极地投入股市买回自己公司的股票，就表示他们以股东的利益为第一优先，而不是只想草率扩展公司的架构。这样的立场带给市场利多的讯息，并吸引另外一批投资人，他们寻找能够增加股东财富的绩优公司作为投资目标。通常，股东会有两次的获利，一次是在初次买入股票时，以及在股市投资人对这股票感到兴趣时。

坦诚

巴菲特极为看重那些完整且详实报告公司营运状况的管理人员。尤其尊敬那些不会借着一般公认的会计原则，隐瞒公司营运状况的管理者。他们把成功分享给他人，同时也勇于承认错误，并且永远向股东保持坦诚的态度。

财务会计标准只要求以产业类别分类的方式，公布商业讯息。有一些管理者利用这些最低标准，把公司所有的商业活动都归类为同一个产业类别，借此混淆投资人的视听，使得他们无法掌握有关自身利益的个别商业动态。巴菲特主张，“无论是否属于一般公认会计原则的资料，或是超出一般公认会计原则要求的资料，只要它能帮助具有财务方面知识的读者回答下列三个重要的问题就应该公布，（一）这间公司大概值多少钱？（二）它未来的发展潜力有多大？（三）从过去的表现来看，管理者是否能够充分掌握公司的营运状况？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波克夏哈萨威的年度报告不但符合一般公认会计原则的标准，还提供了许多额外的讯息。巴菲特详列了波克夏所有企业的个别盈余，以及其他他认为可以帮助股东分析公司营运状况的相关资料。巴菲特敬重那些采用同样坦白作风向股东公布资料的企业主管。

他同时也赞许那些勇于公开讨论失败的企业主管。根据巴菲特的说法，大多数的年度报告都是虚假的。每个公司多多少少都会犯下一些大小不等的错误。他相信，大多数管理者所提出的报告都太过乐观，而不据实以报。这或许可以照顾到他们自己短期的利益，但是长久下去，每个人都会受害。

在他对波克夏哈萨威的股东所作的年度报告中，巴菲特对于波克夏的经济现况和管理成果，不论好坏，都保持公开的态度。过去他曾经承认波克夏在纺织业和保险业上面临了困难，也承认自己在管理这些企业时所发生的错误。在波克夏哈萨威1989年的年度报告里，他开始以一个名为“头25年的错误（精简版）”的正式行动，列出他曾犯下的错误。两年之后，这个行动改名为“每日错误”。在这里面，巴菲特不只承认错误，同时也列出因为他未能适时采取行动所丧失的机会。有人批评巴菲特之所以能轻轻松松地公开承认错误，是因为他拥有波克夏企业42%的股权，根本不必担心饭碗不保。这的确是事实。但除了这些批评之外，营运报告上的改进也是有目共睹的。巴菲特相信，开诚布公至少能带给管理者与股东相同的好处。他说：“误导他人的主管，最后也将误导自己。”巴菲特感谢查理·孟杰帮助他了解到检讨错误的价值，而不是只专注在成功的作为上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盲从法人机构

如果管理阶层坚持面对错误可以增长智慧及受信赖度，那么为什么总是有这么多的年度报告只宣扬成功的业绩呢？如果资本支出的配置只是如此简单而合乎逻辑的事，怎么会有那么多资金运用不当的事情发生呢？巴菲特所得到的答案是一种他称之为“盲从法人机构”的无形力量。就好像旅鼠盲目的行动一样，企业的管理者会自然而然地模仿其他管理人员的行为，不管那些行为是多么愚蠢违反理性。

巴菲特承认，这是他企业生涯里最让他惊讶的发现。在学校里他一直以为，企业界那些经验丰富的管理者都是诚实而聪明的，而且懂得做出理性的营业决策。等到真正踏进了企业界，他才知道，“一旦盲从法人机构开始发酵，理性通常会大打折扣。”

害怕丢掉饭碗

根据巴菲特的说法，盲从法人机构的行为会出现在“（一）一个机构拒绝改变它目前的运作方向；（二）如同工作量扩大，占满所有可利用的时间一样，所有的计划与并购行为，也将会消耗全部的可用资金；（三）领导者任何企业上的行动计划，不管有多愚蠢，都会迅速获得属下的支持，他们提出详细的报酬率及策略研究作为回应；（四）同级公司的作为，不管它们是正在扩张、收购、制定主管人员的薪资或者做其他的事，都会毫不犹豫地被仿效。”

国家偿金公司的负责人杰克·林华特，帮助巴菲特发现这种盲从行为的毁灭力量。当大多数的保险公司在收益不足，或甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赔钱的情况下承保的时候，林华特拒绝遵循这样的市场趋势，他不接受这种保险。同样地，在储贷业界通行的策略偏离正轨的时候，孟杰与巴菲特当机立断改变相互储贷公司的投资方向。

在其他“旅鼠型”公司明显地自取灭亡，却仍然能够每季出现盈余的时候，大多数的管理阶层不愿意冒险会使自己看起来愚蠢，且让公司承受难堪的损失。改变方向是很困难的。跟随其他公司一起踏着相同错误的步伐，直到面临失败，大家才一起改变公司的方针比较容易。巴菲特和孟杰的确是不必担心会丢掉饭碗，这使得他们可以不受约束地去做些不寻常的决定。但就算是拥有良好的沟通技巧，也必须能够说服股东接受短期的盈余损失，以换得将来好的成果。巴菲特认为，无法抗拒盲从法人机构通常与股东并没有太大的关系，而是因为管理阶层本身不愿意接受公司基本方针的改变。

即使管理阶层接受公司若不改变就得面对倒闭的可能，但是对其中的大多数人来说，实施改革计划还是太过困难。大部分的人情愿屈服在选择收购新公司的诱惑下，也不愿面对眼前财务上的问题。

不经大脑的模仿行为

他们为什么会这样做？巴菲特指出三个他觉得对管理阶层行为影响最深的因素：第一，大多数的管理者不能够控制他们行事的欲望。这种渴望极度活跃的行为，通常在购并接管其他企业时找到宣泄；第二，大多数的管理者常常会和同业及其他产业的公司比较彼此之间的销售、盈余和高阶主管人员的薪酬。巴菲特提到，这样的比较引发了公司管理者的极度活跃行为；最后一点，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特相信大多数的管理者对自己的管理能力过分自信。

另外一个常见的问题是拙劣的资金分配。巴菲特指出，公司的行政总裁通常因为是在行政、工程、行销或生产等方面有杰出的表现而升到目前的职位。因为他们在资金运用上缺乏经验，大多数人转而向他们的幕僚、顾问或投资银行寻求意见。就在这里，盲从法人机构的行为开始介入决策过程。巴菲特指出，如果行政总裁想要从事一项投资报酬率必须达到15%，才能算是投资成功的收购行为，则令人惊讶的是，他的幕僚可以完全面不改色地提供他一份报酬率刚好是15.1%的评估报告。

最后一个证明盲从法人机构的理由是不经过大脑的模仿行为。如果A、B、C三家公司的营运模式相同，那么D公司的行政总裁也会认为，我们的公司采取相同的模式也一定可行。巴菲特指出，并不是唯利是图或愚蠢的行为，使得这些公司失败。而是盲从法人机构的压迫性力量，使得它们难以抗拒注定失败的命运。

在向一群圣母大学学生演说时，巴菲特展示一份列有37家投资失败的银行机构名册。他解释说，尽管纽约股票市场的交易量增长了15倍，这些机构还是失败了。这些机构的主管都拥有非常高的智商，而且努力工作，对于成功更是有强烈的欲望。巴菲特停顿了一下，以他的双眼巡视整个房间，然后严肃地表示："你们想想看，他们为什么会得到这样的结果呢？我将告诉你们为什么，因为同业之间不经大脑的仿效行为。"

巴菲特有幸与美国企业集团里一些最精明的经营管理者一起工作，包括首都/美国国家广播公司的汤姆·墨菲和丹·柏克，可口可乐公司的罗勃特·葛苏达和唐纳德·奇奥，以及威尔斯法哥银行的卡尔·雷查德。然而事实是，即使是最精明、最有能力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理者也无法挽救企业的困境。巴菲特说："如果让这批人在一个漏洞百出的公司工作，他们也起不了什么作用。"巴菲特所说的是，不管公司的经营管理是多么地令人印象深刻，他绝对不会把投资放在一群"人"的身上。他写道："以一个名声卓著的经营管理体系去拯救一个经济体质欠佳的企业，结果必然是徒劳无功。"

在大多数的情况下，评定管理者的能力，是一种排除量化指标的主观判断行为，但是，还是有一些量化的数据可以应用。这里指的是那些用以评估经营绩效的标准：股东权益报酬率、现金流量以及营业毛利。

财务原则

那些巴菲特用来评估经常效益和经济绩效的财务原则，都是根据典型的巴菲特式原理为基础。举个例子来说，他不怎么重视年度的营运绩效，而把焦点放在每四年或每五年的平均值上。他指出，创造营业收益所需的时间，通常不大可能与行星绕太阳一周的时间相吻合。他对于那些用以捏造辉煌业绩的会计手法更是感到不耐。相反地，他遵循以下几个原则：

一、将注意力集中在股东权益报酬率，而不是每股盈余。

二、计算"股东盈余"，以得知正确的价值。

三、寻求拥有高毛利的公司。

四、每保留一块钱的盈余，公司至少得增加一块钱的市场价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东权益报酬率

一般来说，分析师借由观察每股盈余来评定公司全年度的表现。在过去一年中，每股盈余是否增加？这个数据是不是高到足以拿出来吹嘘？巴菲特认为，每股盈余只是一层烟幕。既然大多数的公司都以保留部分上年度盈余，作为一种增加公司股东权益的手段，那么对于平均每股盈余这种表面的数据，又有什么好大惊小怪的呢？如果一个企业在每股盈余增加10%的同时，它的股东权益也成长了10%，那就没什么了不起了。他解释说，这和把钱存入银行，然后就会生利息根本没什么两样。

他主张"成功的经济管理绩效，是获得较高的股东权益报酬率（没有不当的融资与会计上欺骗的方式等），而不只是在于每股盈余的持续增加。"巴菲特比较喜欢以股东权益报酬率——营业盈余（分子）与股东权益（分母）之间的比例，作为评估公司年度表现的依据。

我们需要做下面几个调整，才能使用股东权益报酬率这个数据。首先，所有可出售的有价证券应该是以成本计价，而不是以市价来计算。因为股票市场的价格，可以对特定企业的股东权益报酬率产生很大的影响。举例来说，如果股票市场在一年内狂涨，在此情况下，即使经营表现极为杰出，股东权益报酬率还是会因股东权益的大量增加而减少，因为分母增加降低了其数值。相反地，股价下跌会减少股东权益，如此一来，就算是不怎么样的业绩，看起来也会比实际业绩要好一些。

其次，投资人也必须有能力控制那些会影响营业盈余的各种不寻常因素。巴菲特排除了所有的资本利得和损失，以及其他任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何可能增加或减少营业盈余的不寻常项目。他正努力设法独立划分出企业各种特定的年度绩效。他希望知道在拥有特定的资金可供运用的情况下，管理阶层能为公司创造多少的营业收益。他说，这是判定经营绩效最好的一个依据。

除此之外，巴菲特相信，在负债少或无负债的情况下，企业能达成良好的股东权益报酬率。我们知道，公司能借由增加其负债比率来提高股东权益报酬率。巴菲特当然了解这个情况。但是为了提高波克夏哈萨威的股东权益报酬率而增加负债，对巴菲特而言，这个主意实在不怎么样。他说："好的企业或投资决策不需要其他举债的帮助，就可以产生令人满意的经济成果。"此外，高负债的公司在经济衰退期间非常容易受到伤害。他宁愿在财务品质上犯错，也不愿意以增加债务的方式拿波克夏股东的福利冒险。

尽管他的态度保守，巴菲特在借钱的时候并不畏惧。事实上，与其在急需用钱的时候才去借款，他宁愿在事先预知有金钱上的需求时，就开始行动。巴菲特指出，如果在决定收购企业的时候正好有充裕资金，那当然是最理想的。但是经验告诉他，情况总是刚好相反。货币供给宽松会促使资产价格上扬。紧缩银根、利率调高则会增加负债的成本，同时压低资产的价格。当低廉的企业收购价格出现的同时，借款的成本（较高的利率费用）很可能抵消此机会的吸引力。正因为如此，巴菲特认为公司应该将它们的资产与负债分开个别管理。

这种先把钱借来，以求将来可以用在绝佳的商业机会上的经营哲学，多半会导致短期盈余的损失。然而，巴菲特只在有充分的理由相信，收购企业之后的盈余可以超过偿还贷款所需花费的利息费用时，才会采取行动。此外，因为吸引人的商业机会实在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不多，巴菲特希望波克夏随时都有万全的准备。“如果你想要打中罕见而且移动快速的大象，那么你应该随时带把枪。”

对于怎样的负债比例才是适当的，巴菲特不提供任何建议。可以理解的是，不同的公司依据自己的现金流量，而有承担不同程度的举债能力。巴菲特所说的是，好的企业应该能够不靠举债，就可以赚取不错的股东权益报酬率。我们对于那些必须借由相当程度的负债才能达成良好股东权益报酬率的公司，应该抱持怀疑的态度。

股东盈余

巴菲特提出警告说，投资人应该了解，会计上的每股盈余只是评估企业经济价值的起点，绝不是终点。他说：“首先要知道的是，并非所有的盈余都代表相同的意义。”他指出，那些必须依赖高资产以实现获利的企业，倾向于虚报公司盈余。因为资产高的企业必须向通货膨胀付出代价，这些企业的盈余通常只是“海市蜃楼般”的虚幻。因此，会计盈余只在分析师用它来估计现金流量时才有用。

巴菲特警告说，即使是现金流量也不是度量价值的完美工具；相反地，它常常会误导投资人。现金流量是一种适合于用来衡量初期需大量投资资金，随后只有小幅支出的企业，像是房地产、油田以及有线电视公司等。相反地，制造业需要不断地资金支出，若使用现金流量就无法得到准确的评估结果。

一般而言，现金流量的习惯定义是：税后的净所得加上折旧费用、耗损费用、分期摊还的费用和其他的非现金支出项目。根据巴菲特的解释，此定义的问题出在它遗漏了一个重要的经济因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素：资本支出。公司必须将多少的年度盈余花费在购置新的设备、工厂更新及其他为维持公司经济地位和单位产品价格所需的改善费用上？根据巴菲特的说法，大约有95%的美国企业所需的资本开销，大约等于该公司的折旧率。他说，你可以将资本支出延迟一年左右，但是若长期下来仍然没有做出必要的支出，交易必然会减少。这项资本支出与公司在劳工与设备上的支出一样，都是企业营运所需的费用。

在强力收购的80年代，现金流量因为可以为高得离谱的收购价格背书，所以受重视的程度也达到了最高点。巴菲特认为，现金流量“常被企业中介的掮客和证券市场的营业员用来掩饰经营上的事实，以促成一些原本不可能成立的交易。当盈余无法偿还垃圾债券的债务，或为不合理的股价提出辩解的时候，设法将买主的注意力转移到现金流量还真是一个好方法。”但是巴菲特警告说，除非你愿意抽出那些必要的资本支出，不然把注意力全部放在现金流量上绝对是死路一条。

巴菲特比较喜欢采用的是他所谓的“股东盈余”——公司的净所得加上折旧、耗损、分期偿还的费用，减去资本支出以及其他额外所需的营运资本，来代替现金流量。巴菲特承认，股东盈余并没有提供许多分析师所要求的精确计算结果。若要计算未来的资本支出，最常使用的是粗估法。尽管如此，他用凯恩斯的话说：“我宁愿对得迷迷糊糊，也不要错得清清楚楚。”

毛利率

和菲利普·费雪一样，巴菲特也很清楚，如果管理当局无法将销售额转换成利润，任何再好的投资都是枉然。在他的经验里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要靠高成本营运企业的经营管理者常会不断增加经常性支出，相反地，只需低成本营运企业的经营管理者则会设法节省开销。

巴菲特很讨厌那些不断增加开销的经营管理者。常常，他们必须提出改善计划以反映成本到销售上。每当公司宣布要大肆进行削减开支的计划时，他就知道这间公司并不了解开销对于股东们的意义。巴菲特说："真正优秀的经营管理者不会是早上醒来才说：'好，今天我要削减开销。'就像他不会是早上醒来才决定呼吸一样。"

巴菲特特别指名威尔斯法哥银行的卡尔·雷查德和保罗·海山，以及首都/美国国家广播公司的汤姆·墨菲和丹·柏克，因为他们毫不留情地删减非必要支出。他说，这些管理者"极度憎恨过多的冗员"，而此两对管理体系"即使是在利润创纪录的情况下，也会和承受压力的时候一样拼命地删减支出。"巴菲特在处理成本费用与非必要支出的时候，态度也极为强硬。他对于波克夏的毛利率非常敏感。他了解任何企业经营所需的适当员工人数，同时也明了既然有销售，就该有相对的支出。

波克夏哈萨威是一个独特的公司。在奇威特广场（Kiewit Plaza）的全体员工，可能还凑不成一支垒球队。波克夏哈萨威没有法律部门，也没有公关或投资人关系部门。没有任何企管硕士专业人才组成策略计划部门，负责策划合并和收购等事宜。波克夏不雇用安全警卫、轿车司机或是公文信差。波克夏的税后经常性支出还不到营业盈余的 1%。巴菲特说，拿波克夏和其他营业盈余相当，但经常性开销高达 10%的公司做比较发现，股东们光是因为这个经常性开支，就损失了 9%的股份实质价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一美元的假设

现在我们以一个很快的试验来证明，除了企业在经济价值上的吸引力之外，还包括了企业的管理经营能力如何完成“创造股东持股的价值”这个大目标。如果巴菲特选择公司的标准是，长期发展远景看好，且公司由一群有能力和以股东利益为第一优先的管理者所经营，它们将随着日后公司市场价值的增加而获得证明。

我们知道，长期而言，股票市场会很理所当然地遵循企业的实质价值，虽然在任何一个年度里，除了其实质价值之外，市场价格可能因各种理由剧烈起伏。同样地，巴菲特解释说，对于保留盈余也应该采用这样的观点。如果经过一段时间，公司不能将保留盈余做有效的运用，那么该公司的股票在股市就无法有令人满意的表现。相反地，如果公司因增资而产生的报酬能够超越平均的水准时，这项成功将会反映在日益增加的股票价值上。

以巴菲特的快速检验来看，这种股票市场价值的增加应该至少符合保留盈余的金额，如果增加的比保留盈余高，当然更好。巴菲特解释，总括来说：“在这种公开拍卖的超大型竞技场里，我们主要的工作，是要选择那些具有下面经济特性的公司：可将每一块钱保留盈余，确实转换成至少有一块钱的市场价值。”

市场原则

到目前为止，前面所提到的所有原则，其内容都指向一决策点：是否购买该公司的股票。任何处在这个决策点的人都应该衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量两项因素：这间公司是否有好的实质价值，以及现在是否为购买的好时机——也就是说，价格是不是吸引人？

股市决定股价。至于股票的价值则由分析师来决定，他们在衡量过各种有关公司的营运、经营管理以及财务特性等已知资讯后，做出判断。

股票的价格与其价值并不一定相等。有效率的股票市场，股票价格将会立即反映出各种有利的讯息。当然我们知道现实状况并非如此。证券的价格会受各种因素的影响，在公司的实质价值附近上下波动，而且并非所有的涨跌都合乎逻辑。

理论上，投资人的行动取决于股票价格和实质价值之间的差异。如果公司股票的市场价格低于该公司股票的每股实质价值，一个理性的投资人应该会购买该企业的股票。相反地，如果股票的市场价格高于它的实质价值时，则投资人不会考虑购买。随着公司经历各个不同发展阶段，分析师依各阶段的特性，以市场价格为比较基准，重新评估公司股票的价值，并以此决定是否买卖及持有股票。总而言之，理性的投资具有两个要素：

一、企业的实质价值如何？

二、是否可以在企业的股价远低于其实质价值时，买进该企业的股票？

决定实质价值

传统上，评估企业价值的方式，包括下列三种普遍的方法：清算法、永续经营法或市价法。清算法，是指变卖企业所有的资产后所产生的现金，并扣掉所有负债后的净值。运用清算法，并不需要考虑企业未来的获利盈余，因为我们的假设就是，该企业不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会再存活。另一方面，永续经营法则对股东可以预期得到的未来现金流量进行预测。这些未来的现金流量会以适当合理的利率，折算成目前的现值。当未来的现金流量难以估算的时候，分析师通常使用市价法：和其他相类似的公开上市公司做比较，运用适当乘数计算出企业价值。

巴菲特使用哪一种方法呢？他说，最好的方法是约翰·伯尔·威廉斯，在他距今超过55年的著作，《投资价值理论》一书中所提出的。基于威廉斯的理论，巴菲特告诉我们企业的价值等于运用适当的贴现率，折算预期在企业生命周期内，可能产生的净现金流量。巴菲特说："所有的职业从马鞭制造商到行动电话的接线生，在价值方面，都可计算出经济上可兹比较的数据。"

巴菲特告诉我们，企业价值的数学计算非常类似评估债券价值的模式。债券未来的现金流量可分成每期息票支付的利息，以及未来债券到期发回的本金两部分。如果你把所有债券息票的利息加总起来，且以适当的利率折现，就可以得到债券的价格。为了要决定企业的价值，市场分析师估计在未来的一段期间内所能产生的"息票"，然后折现到目前的现值即为公司的价值。

对于巴菲特来说，只要你加入适当的变数：现金流量和适当的贴现率，决定公司的价值就很简单。如果他对预估企业未来的现金流量没有十足的把握，他就不会试着去评估一个公司的价值，这是他处理事情的特质。虽然他承认微软是间极有活力的公司，对于比尔·盖兹也非常地推崇，但巴菲特也承认，他完全没有办法预估这间公司未来的现金流量。如果企业简单且能了解，并拥有稳定的盈余，巴菲特就能够以高度的确定性来决定未来的现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量。他所提及的“竞争优势圈观念”，也反映在其预测未来的能力上。在巴菲特的心中，预测现金流量应该具有像是在债券中所使用的“息票似的”确定性。

一旦巴菲特决定了企业未来的现金流量，接着就是应用贴现率将其折现。许多人会感到惊讶，一旦他们了解到巴菲特所使用的贴现率，只是美国政府的长期债券利率，不是什么其他别的东西的时候。而这正是任何一个人所能够达到的最接近无风险利率水准。

在学术方面的争论是，比较适当的贴现率会是无风险利率（长期债券利率），加上股票的风险贴水，以反映出公司未来现金流量的不确定性。虽然巴菲特承认在利率下跌的时候，他会更倾向于小心谨慎应用此一长期利率，但他不增加风险贴水到他公式里的理由很简单，只是为了要避开风险而已。首先，巴菲特拒绝购买那些具有负债问题的公司，来避开与债务有关的财务风险。其次，将注意力集中在盈余稳定且可预测的公司上，可以降低投资风险。他说，“我将确定性看得很重”。“如果你这么做，则所有造成风险的因素对我而言都没有意义。风险来自于你不知道自己在做什么”。

尽管巴菲特坚持这样的主张，还是有人批评，认为预估将来的现金流量是很难掌握的，而适当贴现率的选择，也会造成评估上的重大失误。取而代之的是，这些批评家利用各种不同的简易方法来辨认企业价值：低的本益比和价格——帐面价值比，以及高的股利。从业人员极为看重这些比例，并且认为，购买确实拥有这些财务比率的公司一定能赚钱。

持续购买低本益比和价格——帐面价值比，以及高股利公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人，通常被称之为“价值投资人”。主张以选择在盈余上有高平均发展的公司，来辨认公司价值的人，则称之为“发展投资人”。一般来讲，发展中的公司通常具有高的本益比和低的股利。而这些财务的特色与价值投资人所希望寻找的刚好相反。

这些寻求购买价值的投资人，通常必须在“价值”与“发展”之间来选择股票。巴菲特承认，在数年前他也参加过这种知性的争夺战。今天他则认为在这两种学派的想法之间辩论，是件无意义的事。巴菲特说，成长与价值的投资其实是相通的。价值是一项投资其未来现金流量的折现值；而成长只是用来决定价值的一项预测过程。

在销售、盈余和资产方面的成长，能够增加或扣除投资价值。在投资资本报酬率高于平均水准的时候，成长可以增加投资的价值。因此也保证了，每投资一块钱，至少就能增加一块钱的市场价值。而成长对于一家资本报酬率不高的公司股东而言，可能反受其害。例如，一些航空公司企业，一直以令人难以置信的方式成长，但是它们无法赚得相当的资本报酬率，因为这个原因，已使得这些公司的大部分股东陷于相当糟糕的地步。

巴菲特说，所有这些简捷的投资测试方式——高的或低的本益比，价格—帐面价值比和股利发放，以及任何方式的组合——都不足以决定一个投资人是否确实购买到了值得购买的企业和确实以获取价值为原则，来操作他的投资。

不管企业是否成长，在盈余上显示出的是起伏不定或是稳定的状态，或拥有相对于目前盈余与帐面价值过高或过低的价格，投资人应以折现后现金流量最便宜的公司，作为投资决策的依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理想价位买进

巴菲特指出，将注意力集中在容易了解和具有持久的经济力量基础，且把股东放在第一位的管理者所管理的公司上，并不能保证成功。首先，他必须以合理的价格购买，同时公司必须符合他对企业的期望。巴菲特承认，如果我们犯错则是因为下面三个地方出了问题：（一）我们所支付的价格；（二）我们所参与的经营管理，或是（三）企业未来的经济状况。他指出，错误的估计最常发生在第三个原因上。

巴菲特的意图是，不但要辨认出可以赚得高于平均收益的公司，还可以在价格远低于其实质价值时购买这些企业。葛兰姆教导巴菲特，只有在价格与价值之间的差异高过安全边际的时候才购买股票。

安全边际的原则以两种方式协助巴菲特。首先，使他避免受到价格上的风险。如果巴菲特所计算的企业价值，只些微地高于它的每股价格，则他不会购买该股票；他推论道，如果公司的实质价值因为他错估未来的现金流量而有些许地下降，股票价格终究也会下跌，甚至低于他所购买的价钱。但是，如果存在于购买价格与公司实质价值之间的差价足够大，则实质价值下跌的风险也就比较低。假设巴菲特以实质价值的七五折购买一间公司，但随后该公司的价值下跌了十个百分比，他最初的购买价格仍然会为他带来适当的报酬率。

安全边际原则也提供了一些机会，使我们可能获得极佳的股票报酬率。如果巴菲特正确地辨别出一个拥有高经济报酬率的公司，长期之后该公司的股价将会稳定地攀高，反映出它的报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东权益报酬率持续维持在15%的公司，它股价的上涨程度将会超过股东权益报酬率10%的公司。不仅如此，借由使用安全边际，如果巴菲特能够在远低于实质价值的价格下收购这个杰出的企业，波克夏将会在市场价格进行修正的时候，额外地大赚一笔。巴菲特说："交易市场就像上帝一样，帮助那些自助者。但是和上帝不同的是，交易市场不会原谅那些不知道自己在做什么的人。"

聪明的投资人

在巴菲特的投资哲学里，最明显的特色是他清楚地了解到，拥有股份就是拥有那间公司，而不只是拥有一张纸。巴菲特说，不了解公司业务的营运情形——包括该公司提供的产品与服务、劳资关系、原料成本、厂房设备资本转投资的需求、库存、应收款项和营运资金需求等等——就贸然地买进股票，是完全不合理的行为。这种心态反映在企业管理阶层与股东对立的态度上。班杰明·葛兰姆在《聪明的投资人》的结束语里写道："最聪明的投资方式，就是把自己当成持股公司的老板。"巴菲特说："这是有史以来关于投资理财最重要的一句话。"

持有股票的人可以选择成为企业的所有人，或者只当自己持有一些可以交易的有价证券。认为自己只是拥有一张纸的股票持有人，通常都不在乎公司的财务状况。在这些人的眼里，每天涨涨跌跌的股市成交价，比公司的损益表和资产负债表更能够正确地反映股票的价值，他们买卖股票就像是掷骰子一样。对巴菲特而言，他认为一般股票的持有人和企业经营者这两个角色是密切相关的，两者应同等看待企业的所有权。巴菲特说："因为我把自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己当成是企业经营者，所以我成为更优秀的投资人。因为我把自己当成是投资人，所以我成为更优秀的企业经营者。”

常有人问巴菲特，他接下来会购买什么类型的公司。他说，首先他会避开那些让他缺乏信心的一般商品企业和经营管理阶层，他只购买他所了解的公司类型，而那些公司多半具有良好的体质，以及值得信赖的经营管理阶层。巴菲特说：“好的企业不一定都值得购买，但是我们可以自其中选择适合的投资对象。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 永久持股

巴菲特说："只要企业的股东权益报酬率充满希望并令人满意，或管理者能胜任其职务而且诚实，同时市场价格也没有高估此企业"，那么他"相当满足于长期持有任何证券"。

暂且不论波克夏的投资行动结果如何，华伦·巴菲特的投资动机，都是从企业的营运成果，而不是从它们的短期股票行情，得到投资资讯。他深信股票市场可能会暂时忽略了企业的财务成果，但随着时间过去，公司提供持股人更多的股权价值后，市场价格终将证实一个公司经营成功或失败。巴菲特记得班·葛兰姆告诉过他："短期来看市场是个投票机器，但长期来看则是个秤重器"，他乐于忍耐。事实上当波克夏企业的股权价值以令人满意的速度上升的时候，他希望股票市场慢一点得到消息，这样他才有机会以便宜的价钱购买更多的股份。

有时候，当巴菲特判断某家公司会是很好的投资标的时，股市也会很快地加以正面回应。当这种情况发生的时候，他不会因为股价短期上涨而强迫卖出手中的股票，他认为华尔街的名言："只要有利润，你就不会破产"是个愚蠢的建议。费雪曾经告诉他，**你手上握有的投资（股票）一定要比现金好，否则它就不是一个好的投资**。巴菲特说："只要企业的股东权益报酬率充满希望并令人满意，或管理者能胜任其职务而且诚实，同时市场价格也没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高估此企业”，那么他“相当满足于长期持有任何证券。”如果股票市场确实过分高估某家企业，他就会将其股票卖出。此外，如果他需要现金以购买别家可能被过分低估或是有同样价值，但他更了解之企业的股份，巴菲特将会出售价值公道或被低估的证券以变现。

然而在这个投资策略下，巴菲特在1987年也承认有三个普通股，不管股票市场如何过分地高估它们的股价，他都不会卖出，分别是华盛顿邮报公司、GEICO和首都/美国广播公司。在1990年，他将可口可乐的普通股也列为永久持股。

这种至死才离的态度，使得这四个投资与波克夏所控制的企业地位相等。巴菲特是不随意赋予这种永久性地位的。而且值得注意的是，一家公司不是在巴菲特购买它之后，就自动地被认定为“永久性”持股。波克夏哈萨威已经拥有华盛顿邮报公司的股份20年，也拥有GEICO的股份18年；巴菲特在1977年首次购买首都公司；即使在1988年就已经购买可口可乐的股票，直到1990年它才被提升至永久持股的地位。

在收购的当时，这四家公司都具备值得购买的特性。这些特性值得我们探究。

华盛顿邮报公司

华盛顿邮报公司主要的商业活动包括发行报纸、电视广播、有线电视系统和杂志。报纸部门发行《华盛顿邮报》、《埃弗雷特前锋报》和一些时事报及14份周报等。电视广播部门拥有6个电视台，分别位于底特律、迈阿密、德克萨斯州的休士顿和圣安东尼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥两地、康乃迪克州的哈特福、佛罗里达州的杰克逊维尔。有线电视部门拥有 463000 个收视户，分别散布于中西部、南部和西部的 15 个州。杂志发行部门出版的《新闻周刊》拥有超过 300 万的国内发行量，以及 70 万个海外订户。

华盛顿邮报公司尚有一家名为史丹利·凯普兰的教育中心，它是一系列专门教授学生如何准备学院入学考试的学校。邮报公司也拥有雷吉——史雷德，一家提供美国政府立法活动和一般性事务电脑化资讯的公司；它也有《国际前锋论坛报》59%和考勤斯媒体公司 28%的股份，它同时也是《明尼亚波利斯星报》以及《论坛报》的发行人；它也与美国个人通讯公司形成有限合伙的关系，在华盛顿特区发展一套个人通讯系统。

1993 年年底，华盛顿邮报公司的资本额是 30 亿美元，每年的销售总额是 15 亿美元。当你想到它在 60 年前只有一项业务：发行一份报纸，那么它现在的成就尤其令人印象深刻。

1931 年，美国国内当时有五份日报在竞争读者市场，《华盛顿邮报》是其中之一。两年之后，由于无法负担印制费用，邮报的财产被监管，并在那年夏天的一次拍卖会上拍卖成功，以偿还债权人的债务。尤金·迈耶，一位大资本家及理财家，以 825000 美元买下《华盛顿邮报》。往后的 20 年，他一直支持这份报纸直到它转亏为盈。然后公司被交给菲利普·葛兰姆经营，他是一个在哈佛受过教育的聪明律师，娶了迈耶的女儿凯瑟琳。1954 年，葛兰姆说服尤金·迈耶购买另一家与它们竞争的对手《时代前锋报。后来，葛兰姆在 1963 年去世前，买下了《新闻周刊》和两家电视台。在葛兰姆的努力下《华盛顿邮报》从一份报纸，扩展到成为广告媒体公司和通讯公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在葛兰姆死后，《华盛顿邮报》的控制权转移到凯瑟琳·葛兰姆身上。虽然她没有管理大公司的经验，但她直接面对企业难题的态度，使她迅速建立名声。她的成功大多应归因于她对邮报的热爱。她观察她的父亲和丈夫如何努力维持公司的生存。她也了解到如果要成功，公司就必须有一个决策者而不是管理者。她表示，“我很快地学习到事情不会停滞不前，你必须下决定”。有两个决策对《华盛顿邮报》有显著的影响，一个是雇用班·布莱德里担任报纸的总编辑，另一个是邀请华伦·巴菲特成为公司的董事。布莱德里鼓励凯瑟琳于报上刊登五角大厦（美国防部）的机密文件，并且追踪水门案的调查。这个行动替《华盛顿邮报》赢得了普立兹新闻奖的荣誉。巴菲特则教凯瑟琳如何经营一个成功的企业。

巴菲特第一次遇到凯瑟琳是在1971年，当时巴菲特拥有《纽约客》的股票，当他听说这个杂志要出售时，他问凯瑟琳华盛顿邮报是否有兴趣买下它；虽然这笔交易没有谈成，巴菲特却对邮报的发行人印象深刻。

在那个时候，邮报的财务结构面临极大的改变。在尤金和阿葛妮丝·迈耶所建立的信托基金中规定，凯瑟琳和菲利普·葛兰姆拥有《华盛顿邮报》所有具表决权的股票。葛兰姆死后，凯瑟琳继承了公司的控制权。在那之前，尤金·迈耶将他私人的数千股邮报股票，赠送给几百位员工，以感谢他们对公司的忠贞和服务。他建立了公司对私人持股的分红计划。当公司生意正兴隆之时，《华盛顿邮报》的股票从1950年的每股50美元，飞涨到1971年每股1154美元，分红计划和员工个人持股都迫使公司必须出面维持股票市价于一定水准，后来证明这种管理方式对公司的现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并无帮助。此外，葛兰姆和迈耶家族正面临无法逃避的遗产税。

1971 年，凯瑟琳决定将《华盛顿邮报》公开上市，如此不仅可以消除维持自身股票市场的负担，也使得家族继承人能够对他们的资产做比较有利的规划。华盛顿邮报公司的股票分成二类，A 类普通股选出决策董事会的大多数席位。凯瑟琳拥有 50%的 A 类股，因此能有效地控制公司；B 类股则选出决策董事会的少数席位。1971 年 6 月，华盛顿邮报公司发行 135.4 万股的 B 类股。两天之后，尽管在政府的威胁下，凯瑟琳仍应允班・布莱德里刊登五角大厦文件。

1972 年，邮报的股价稳定攀升，从 1 月的 24.75 美元升到 12 月的 38 美元。虽然报纸的业务有所进展，华尔街的态度却变得悲观。1973 年年初，道琼工业平均指数开始下滑；近春季时，下跌超过 100 至 921 点，《华盛顿邮报》的股价也下滑；到了 5 月，它的价格下跌 14 点到 23 美元。由于 IBM 的股价下跌超过 69 点，跌破它的两百日移动平均价格，所以华尔街经纪人发出警讯，警告这种崩溃瓦解对其他市场是不好的预兆。同一个月，黄金跌破每盎司 100 美元的关卡，联邦储备局将贴现率提高到 6%，道琼指数也下跌 18 点，这是三年来最大的跌幅；6 月，贴现率再次升高，道琼工业平均指数面临 900 点大关。在此时，巴菲特悄悄地买进《华盛顿邮报》的股票。到了 6 月，他已经以平均每股 22.75 美元的价格买入了 467150 股的邮报股票，总价达 1062.8 万美元（见图 5・1）。

今天，菲利普和凯瑟琳・葛兰姆的儿子，唐纳德・葛兰姆成为华盛顿邮报公司报纸的发行人、执行总经理以及董事会主席。唐・葛兰姆于 1966 年光荣地从哈佛毕业，他主修英国历史和文学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

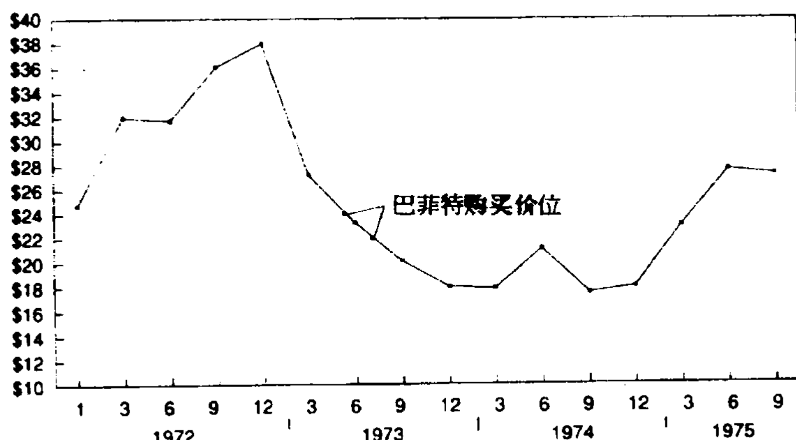


图 5.1 华盛顿邮报每股价格，1972—1975

在哈佛的时候，他是学校《深红报》的编辑；毕业之后，葛兰姆在军队里服役二年。由于知道自已终将领导《华盛顿邮报》，葛兰姆决定进一步熟悉这个城市。他选择了一种不寻常的方式：进入华盛顿市警局。在警察学院接受四个月的训练之后，他担任了 14 个月的巡逻警察，脚踏着节拍走在第九区中。1971 年葛兰姆加入邮报担任市府记者。后来他又为《新闻周刊》在洛杉矶市政局做了十个月的记者。葛兰姆在 1974 年回到邮报成为体育版助理总编辑，同年他被选入公司的决策董事会。

1973 年巴菲特刚开始购买邮报股票的时候，凯瑟琳·葛兰姆并不担心，但一想到有非家族成员拥有这么多邮报的股票，即使是无控制权的股票也使她感到震撼。巴菲特向凯瑟琳保证，波克夏买入其股票纯粹是投资而已，为了再次向她保证，他建议由唐·葛兰姆代理波克夏股份的表决权，他的提议解决了这个问题。凯瑟琳在 1974 年邀请巴菲特参加决策董事会以作为回报，然后很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快地使他成为财务委员会的主席。

巴菲特在《华盛顿邮报》里扮演不凡的角色，在各方面均留下深刻的纪录。在70年代的罢工期间，他坚持帮助凯瑟琳苦撑过去，而且他也教唐·葛兰姆一些商业技巧，帮助他了解管理者的角色和他对企业股东的责任。巴菲特对邮报的影响可以从凯瑟琳和唐纳德的一些行动上看出来。

唐·葛兰姆完全清楚华盛顿邮报公司的主要目标。他写道："我们会继续为股东的利益经营下去，尤其是长期持股的股东，他们的前景不仅是季终或年终，甚至长期的前景都被看好。我们不会用年销售额的多寡，或我们所控制公司的数目，来衡量我们的成就。"葛兰姆发誓要"严格地管理支出费用"以及"有纪律地训练自己运用资金"。

原则：简单且易于了解

巴菲特的祖父曾经拥有，并且编辑《克明郡民主党报》，一份内布拉斯加州西点市的周报；他的祖母在报社帮忙并在家里的印刷厂做排字的工作；他的父亲在内布拉斯加州大学念书的时候曾编辑《内布拉斯加人日报》；巴菲特则曾是《林肯日报》的营业主任。人们常说假如巴菲特不从事商业，那他最可能从事的是新闻工作。

1969年，巴菲特买下了他的第一份重要报纸，《奥玛哈太阳报》，连同一些周报。虽然他尊敬高品质的新闻事业，但巴菲特一想到报纸总是把它当做企业看待。他期望一个报社老板得到的奖赏是利润而不是影响力。拥有《奥玛哈太阳报》让巴菲特学到一些报纸的经营动态。在开始买进《华盛顿邮报》的股票之前，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经有四年亲手经营报社的经验。

原则：稳定的经营史

巴菲特告诉波克夏的股东，他第一次和华盛顿邮报公司有财务上的关连，是在他 13 岁的时候，当时他的父亲在国会服务，他做送报生就专门送《华盛顿邮报》和《时代前锋报》。巴菲特总是喜欢提醒别人：我在葛兰姆买下《时代前锋报》前，就已经将这两个报纸给并购了。

很明显地，巴菲特非常了解报纸丰富的历史，他认为《新闻周刊》是一个可以预测其未来的企业。他也很快地就知道了公司电视台的表现。华盛顿邮报公司多年来，一直报道它们广播部门主要的绩效。巴菲特根据他本身的经验和公司成功的历史判断，他相信这家公司拥有一贯优良的营运历史，未来的表现将可预期。

原则：长期前景看好

巴菲特在 1984 年写道："一份强势报纸的经济实力是无与伦比的，也是世上最强势的经济力量之一。"在美国国内大约有一千七百份报纸，其中将近一千六百份没有直接的竞争对手。他注意到那些报纸的业主相信，他们每年之所以能赚得超乎预期的利润，是因为他们的报纸具有一定的新闻品质。巴菲特说事实上，就算是三流的报纸，如果它是城镇里唯一的报纸，也能赚到足够的利润。无可否认的，一份高品质的报纸会有较大的市场渗透力，但他解释说即使是一份平凡的报纸，由于它可以将消息广为流传，所以对大众也是很重要的。城镇里的每个企业、每个房屋卖主或任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何一个人，只要想将讯息让大众知道，都需要报纸的宣传来达到目的。和汤姆森子爵一样，巴菲特相信拥有一份报纸，就好像从城镇里每一个想制作报纸广告的企业中，独占刊登广告权一样。

除了一些独占特性外，报纸也有很高的经济商誉价值。如同巴菲特指出的，发行报纸所需要的资本很少，所以能轻易地将销售量转成利润。即使报社增添昂贵的电脑辅助印刷机，或编辑部增添电子系统，支出的费用也能很快地借由固定工资成本的减少而补偿回来。报纸也比较容易提高售价，因此，能从投下的资本上产生高于一般企业的报酬，以减少通货膨胀造成的伤害。根据巴菲特的判断，一家典型的报社可以将它报纸的售价加倍，而仍然保有 90%的读者，就像《今日美国》一样。

原则：决定实质价值

1973 年，华盛顿邮报公司的上市总值是八千万美元。然而巴菲特声称，“大多数的证券分析师、广告媒体经纪人和广告媒体主管，应该会将 WPC（华盛顿邮报公司）的实值估计在四亿到五亿美元之间”。巴菲特如何得到这些估计？让我们用巴菲特的推理浏览一些数字。

我们从当年股东盈余开始计算（见第四章）：净收益（1330 万美元）加上折旧及摊销（370 万美元），减去资本支出（660 万美元），得到 1973 年股东盈余为 1040 万美元。如果我们将这些盈余除以美国政府长期债券殖利率（6.81%），华盛顿邮报公司的价值达到 1.5 万美元，几乎是市场价格的两倍，但仍远少于巴菲特的估计。

巴菲特告诉我们，经过一段时间，一份报纸的资本支出将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等于折旧和摊销费用，所以净收益应该接近股东盈余。对此了解之后，我们就可以单纯的只将净收益除以无风险利率，如此便得到 1.96 亿美元的估价。

如果我们就此打住，也就假设了股东的盈余增加率等于通货膨胀率的增长。但是我们知道报纸有超乎寻常的调价空间，因为大多数的报纸在社区内是垄断企业，他们价格上扬的速率可以高过通货膨胀。如果我们做最后一个假设:《华盛顿邮报》有能力将实际的价格提高 3%，它的价值就接近 3.5 亿美元。巴菲特也知道 10%的税前毛利，低于它历年来 15%的平均税前毛利，而且他知道凯瑟琳·葛兰姆决定让邮报的税前毛利再一次到达这个数目。如果税前毛利增加到 15%，公司的现值会再增加 1.35 亿美元，使得总实质价值到达 4.85 亿美元。

原则：理想价位买进

即使对公司的价格做最保守的计算，也显示巴菲特至少以邮报实值价值一半的价钱买下其股票。他保持这样的原则：在邮报市场价格少于其总实质价值的四分之一时买入。不论如何，他都在公司价格大幅低于它的实质价值时明快地买进。巴菲特谨守班·葛兰姆投资的前提，折价买进才会保有安全边际。

原则：股东权益报酬率

当巴菲特购买《华盛顿邮报》股票的时候，它的股东权益报酬率是 15.7%，这样的结果是很普遍的，大部分的报社都可以做得到，而且也只略高于史坦普工业指数的平均股东权益报酬率。但是在五年内，邮报的股东权益报酬率增加了一倍，是当时史坦普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工业指数平均股东权益报酬率的两倍，也比一般的报社高出50%。之后的十年，邮报维持它领先的地位。至1988年，它的股东权益报酬率更到达36.3%。

当你察觉到长久以来公司一直有意地减少它的负债，那么这些高于平均的收益就格外令人印象深刻。在1973年，长期负债对股东权益的比例为37.2%，在报业是第二高的比例。令人惊讶的是到了1978年，凯瑟琳·葛兰姆减少公司70%的负债。在1983年，长期负债对股东权益的比例降低到2.7%，是报业平均数值的十分之一，因此邮报创造的股东权益报酬率比其他同业高出10%。1986年，邮报在投资蜂巢式电话系统，及购买首都集团的53个有线电视系统之后，公司负债金额高达3.36亿美元，但在一年之内，即减少到1.55亿美元。到了1992年，它的长期负债是5100万美元，而且长期负债与股东权益比是5.5%，报业的平均值是42.7%。

原则：毛利率

在WPC公开上市六个月后，凯瑟琳·葛兰姆与华尔街的证券分析师们会面并告诉他们，企业的第一要件就是在公司现有的营运活动下，赚取最多的利润。电视台和《新闻周刊》的利润继续在增加，但是报纸的利润却正逐渐趋于平稳。葛兰姆女士表示，主要的原因是高生产成本，也就是薪资太高。买下《时代前锋报》之后，公司的利润开始激增。每当工会对报纸进行罢工时，(1949、1958、1966、1968、1969)，经营者都选择实现罢工者的要求，而不愿冒停工的危险。此时，华盛顿特区仍然只有三家报纸。经过了50年代和60年代，逐渐增加的薪资费用使利润减缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

葛兰姆女士告诉那些分析师，这个问题是一定要解决的。

当工会合同在70年代开始期满之时，葛兰姆女士邀集那些带着工会势不两立传统的劳工谈判者。1974年，借着报纸同业工会的协助及冗长的谈判之后，公司平息了一次罢工，那些印刷工人接受了新的合约。

在1975年印刷工人罢工期间，葛兰姆女士在劳资合同上坚定的立场开始成型。这次的罢工非常暴力且激烈，因为他们在罢工之前任意破坏新闻室，对他们诉求的同情因而消失。管理者自己操作印刷机，报业工会和印刷工会跨越彼此的界限，互相帮忙。4个月之后，葛兰姆女士宣布公司正在雇用不属于工会的印刷工人，公司赢得这次的胜利。

在70年代早期，财经报刊写道："对华盛顿邮报公司表现的最好说法是：它在利润评等里，应是绅士型的C等级。"1973年，邮报的税前毛利率是10.8%，远较在1960年代，公司历年来15%的毛率为低。在成功地对劳工合同重新谈判之后，邮报的财富增加了。到1978年，毛利率曾经跃升到19.3%，五年内增加了80%，巴菲特的赌注有了斩获。到了1988年，邮报的税前毛利率最高达到31.8%，远高于报界平均的16.9%和史坦普工业指数平均值的8.6%。虽然在1990年代早期，公司的毛利率已经有些下跌，但仍比同业的平均值高。

原则：理性经营

华盛顿邮报公司为它的股东赚取大笔的现金流量。因为赚取的现金，比转投资于本业所需的资金大了许多，所以经营管理阶层面临二个需要以理性判断的抉择：将多出的盈余归还给股东，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将钱运用在新的投资机会上，以获取利润。巴菲特倾向于将公司的超额盈余回馈给股东。当凯瑟琳·葛兰姆担任总经理的期间，华盛顿邮报公司是报界第一个大量买回本身股票的报纸公司。在1975和1991年之间，公司以令人难以相信的每股60美元价格，买下自己43%的股份（见图5.2）。

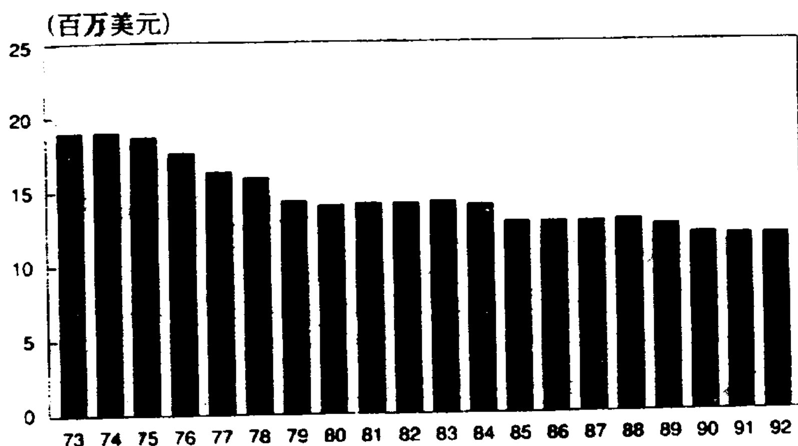


图 5.2 华盛顿邮报流通在外之普通股股份

公司也能选择经由增加股利的发放，而将多出的盈余归还给股东。1990年，由于积有大量的现金库存，华盛顿邮报公司投票决定，将它每年给股东的股息从1.84美元增加到4美元，增加了117%（见图5.3）。

除了将超额的收益回馈给股东之外，华盛顿邮报公司也购买了几个有利可图的企业。1986年，公司从首都集团购买有线电视事业，而使首都集团有足够的财力收购美国广播公司电视网；邮报也是早期对蜂巢式电话工业进行投资的企业；在1993年，公司也在德州购买了两家电视台。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

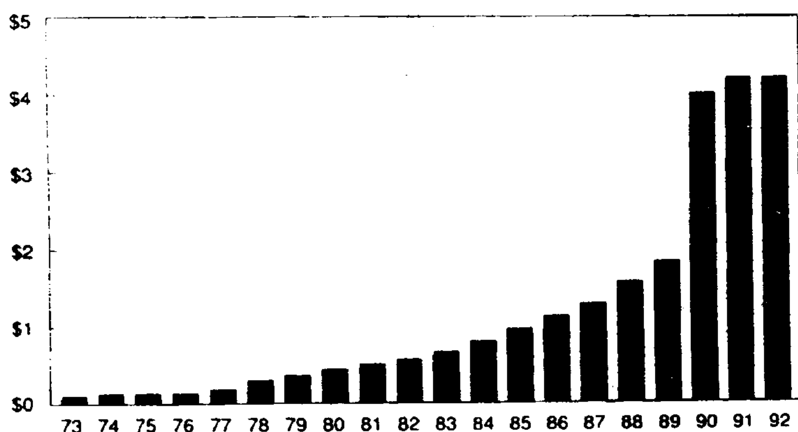


图 5.3 华盛顿邮报每股股利

唐·葛兰姆的目标是从事成本较低且有利可图的投资，以充分运用现金。因为知道有无数企业的股票正急于求售，葛兰姆已经发展出特殊的指导方针，帮助他对某一购买机会说“不”，他承认这比说“好”来得重要。他在找寻一个“有挑战性、不需要庞大的资本支出，而且有合理议价能力”的企业。此外，他强调“我们对自己了解的企业有强烈的偏好”，也给予它们机会，“我们比较喜欢将钱投资在一次大的赌注上，而不是将我们的资金广泛地散布在许多小的投资上。”葛兰姆的收购方式是模仿巴菲特在波克夏哈萨威的策略。

90 年代初期，报纸企业的生态有了改变。1990 年，美国面临经济不景气，中大西洋区尤其严重。当年《华盛顿邮报》的销售量和盈余严重下跌。这次的经济不景气，对《水牛城新闻报》和《华盛顿邮报》都造成了伤害，巴菲特承认他自己也感到相当诧异。他问自己一个问题：这次的下跌是预期中经济循环的一部分，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是令人担心的——代表报业企业生态长期的改变。

巴菲特的结论是，与美国一般的产业相比，报纸仍会保持它平均水准以上的业绩，但是其实质价值将会比他或任何其他媒体分析师稍早所预测的低，因为报纸失去了他们的价格弹性。在几年当中，经济活动减缓，广告商也缩减开支，报纸仍然能够借由提高广告费率来维持利润。如今报纸已不再是垄断事业，广告商已经找到更便宜的方式与他们的顾客接触：有线电视、直接邮购和附在报纸内的广告夹页。广告经费分散于更广的媒体选择上，所以报纸在广告媒体上的优势地位已经不复存在。

到了1991年，巴菲特深信报业获利能力的改变，不仅表示长期永久的环境改变，也和暂时性景气循环的变化有关。他承认“事实是——报纸、电视以及杂志的经济特质，已经开始类似于一般企业，而不再是拥有特许权的特权阶级”。经济景气循环的改变对短期盈余虽有伤害，却不会减少公司的实质价值；永久性的改变则不仅减少盈余，也减少公司的实质价值。然而巴菲特表示，华盛顿邮报公司实质价值的改变，和其他的媒体公司比较尚属中等。理由有二：首先，邮报五千万美元的长期负债，和它四亿美元的库存现金，要偿还负债足足有余。在公开上市的报纸中，《华盛顿邮报》的确是唯一没有负债的。“结果”，巴菲特表示，“它们的资产价值并不因负债，而有显著的下跌。”其次他强调，华盛顿邮报公司的营运状况非常好。

原则：一美元的假设

巴菲特的目标是：选择能将每一美元的保留盈余，转化成至少有一美元市场价值的公司。如果该公司的经营者，长久以来一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直将他们公司的资金做最佳的投资，那么经由这种测验方式，将能很快地突显出其优异的报酬率。如果把所有的保留盈余都投资在这样的公司，并且得到高于平均水准的报酬，那么公司股票的市场价值，将成正比大幅上涨。

表 5.1 华盛顿邮报——市场价值变动

（＄单位：百万美元）

	净收益	股利支付	保留盈余	市场价值
1973	13.3	1.9	11.4	80.8
1974	14.4	2.4	12.0	81.3
1975	12.0	2.4	9.6	100.3
1976	24.5	2.2	22.3	219.8
1977	35.5	3.0	32.5	291.9
1978	49.7	4.8	44.9	369.9
1979	43.0	5.6	37.4	299.3
1980	34.3	6.2	28.1	316.3
1981	32.7	7.0	25.7	441.3
1982	52.4	7.9	44.5	780.8
1983	68.4	9.4	59.0	1 038.0
1984	85.9	11.2	74.7	1 122.6
1985	114.3	12.9	101.4	1 522.6
1986	100.2	14.4	85.8	2000.9
1987	186.7	16.4	170.3	2 402.0
1988	269.1	20.1	249.0	2 710.9
1989	197.9	23.5	174.4	3 515.1
1990	174.6	48.5	126.1	2 348.5
1991	118.7	49.9	68.8	2 301.3
1992	127.8	49.7	78.1	2 710.6

注：1973—1993 年之保留盈余总和为＄1 456。同期之市场价值变动为＄2 629.8，每一块之保留盈余创造＄1.81 元之市场价值。

从 1973 年到 1992 年，华盛顿邮报公司为它的业主赚了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17.55 亿美元，从这些盈余中公司拨给股东 2.99 亿万，然后保留 14.56 亿，转投资于公司本身。在 1973 年，WPC 的市场总价值是八千万美元。从此以后，其市场价值就一路上涨到 27.1 亿美元（见表 5.1）。从 1973 年到 1992 年间，其市场价值总共上涨了 26.3 亿美元。在那 20 年间，WPC 为它的股东所保留的每一美元盈余，经转投资后其市场价值增值为 1.8 美元。

摘要报告

巴菲特曾经告诉我们，就算一份三流的报纸也能赚得相当的利润，因为市场对报纸并不要求很高的标准，完全是经营者的自我要求；而且在其同业间，经营者的高标准和能力，决定了企业

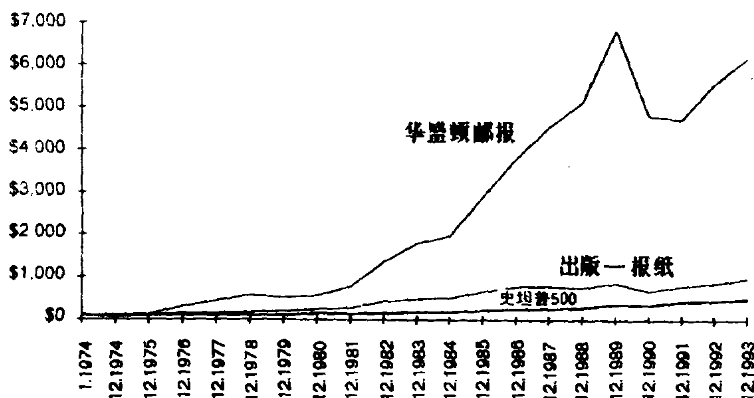


图 5.4　华盛顿邮报普通股股价与史坦普 500 和出版（报纸）业指数的比较

盈利的多寡。1973 年，假如巴菲特曾在加内公司、骑士报、纽约时报及时代镜报集团等报社上投资一千万美元，如同他在华盛顿邮报公司做的投资一样，那么他的投资报酬会高于平均值（见图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.4)，反映了这段期间报纸企业独特的经济生态。但是巴菲特强调，WPC较其同业在市场价值上高出的二亿到三亿美元，“大部分是由于凯（凯瑟琳·葛兰姆）所做的管理决策和大多数其他媒体公司经营者相比，有较好的品质”。凯瑟琳·葛兰姆头脑精明，低价购买大量WPC的股票。巴菲特也认为她很有勇气，能面对那些劳工工会，减少费用增加报纸的企业价值。

过去几年来，投资人购买华盛顿邮报公司的股票，将其股价逼近它的实质价值，此举亦显示了他们的常识。巴菲特说波克夏从它对WPC的投资中得到“三重利益”。首先，过去20年中媒体企业价值不断飞涨；其次，公司实质价值的折价空间缩减；第三，因为公司买回股票的行动，使得公司每股的企业价值快速地增加。整体看来，股价的上涨超过公司实质价值的上涨。

1985年，当WPC的市场价值是15亿美元的时候，巴菲特担心公司每股的价值不能反映它以前的成长率。今天，在市场价值接近30亿美元时，这现象尤其明显。既然媒体公司已丧失了他们拥有特许权的优势地位，管理者应该另寻公司未来的方向。华盛顿邮报公司的股东很幸运，因为他们有凯瑟琳·葛兰姆为公司做适当的定位。WPC实际上没有负债，且一直都能有效控制成本，此外公司也重视股东的权益。这些特性使得WPC在加入这个竞争激烈的企业环境中时，能更加突显出来。

当首都集团购买美国广播公司的时候，巴菲特被迫辞去华盛顿邮报公司委员会中的职位。然而八年之后，他的影响力仍深植于公司的经营管理哲学中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GEICO 企业

GFICO 企业是一个保险组织，其业务包括个人的产物保险与意外保险。它最大的子公司，政府员工保险公司，专为政府员工和军事人员承保其私用汽车乘客意外保险。该公司也为房屋所有人及其他合格的申请者承保多种保险。另外一个子公司，GEICO 一般保险公司，替其他的申请人承保私用汽车险。今天，GEICO 是国内第八大承保私用汽车乘客意外的保险业。

GEICO 于 1936 年由利奥·葛德温建立，他原来是一名保险会计师。葛德温的想法是成立一家直接以邮寄方式往来，且只为驾驶者承保意外事故险的公司。葛德温发现政府员工这个族群，发生事故的次数较一般大众少。他也知道借由直接销售保单给驾驶者，公司能够免除与保险经纪人有关的经常性费用，这个支出一般占保费的 10%至 25%。葛德温计算，如果他将那些开车小心的驾驶人区隔出来自成一群，而且直接经由储金发行保单，他有机会成功。

葛德温邀请德州渥斯堡的银行业者，克李夫·瑞亚作为他的合伙人。葛德温投资2500美元，而且拥有 25%的股票，瑞亚投资75000美元，拥有GEICO75%的股票。1948 年，公司从德州搬到华盛顿，那一年，瑞亚家族决定卖出它们的股份。瑞亚雇请洛瑞默·大卫森，一位巴尔的摩的债券交易员，来协助他出售手上的股票。大卫森则邀请华盛顿特区的律师大杰·克里杰帮他找买主，于是克里杰与葛兰姆——纽曼公司接洽。班·葛兰姆决定以 72 万美元购买瑞亚一半的股票；瑞亚另一半的持股被克里杰和大卫森巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔的摩机构收购。

由于葛兰姆——纽曼公司是投资基金，因此证券交易委员会限制它对GEICO的持股只能占保险公司总值的10%，所以葛兰姆必须将GEICO的股票分配给基金的合伙人。几年后，当GEICO变成资本额十亿美元的公司时，葛兰姆个人持有的股票价值亦有数百万美元。

洛瑞默·大卫森在葛德温的邀请下，加入GEICO的管理小组。1958年，他成为董事长并且领导公司直到1970年。在这段期间，委员会将GEICO的车险业务扩展到专业、管理、技术和行政工作人员。新策略出击成功，GEICO的市场占有率从原来的15%，增长到目前含括所有汽车车主50%的市场。由于新的被保险人族群，最后被定位在像政府员工之类的小心驾驶者，所以承保利润大幅上扬。这个时期是GEICO的黄金年代，在1960年和1970年之间，政府的保险管理单位被GEICO的成功所迷惑，而它的股东们则看着股价上涨。公司的保费/理赔比例超过5：1。这个数字反映出公司所承担的风险，传统中这个比例不超过3：1，因为政府的保险业管理单位对GEICO印象深刻，所以允许它超过该产业的平均比例。

60年代晚期，GEICO的运气开始转坏。1969年，公司宣布它当年度的准备金低估了1000万美元。虽然赚进了250万美元，公司实际上仍是亏损的。下一个年度，虽然它们已调整收益金额，但是，公司仍旧低列准备金，这次少了2500万美元，所以70年代不但无保险收益，反而出现惨重的损失。

保险公司从保险客户身上得到的年度总收入称做保费收入。从这些保费中，公司负责在此年度期间对汽车驾驶提供保障。保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险公司的支出包括保险损失、给付驾驶者的理赔或损失费用及处理理赔的行政费用。这些总花费不仅必须反映当年所需的支付费用，而且也要评估尚需支付的理赔金额。评估项目区分为两类："理赔成本和费用支出"，也就是公司当年度预期的支付费用，"调整准备金"，用来弥补前几年短缺的准备金。一些保险理赔由于进入诉讼程序多年未获解决，所以时常牵涉许多法庭和医疗方面的事务，而必须支付相当庞大的费用。GEICO 面临的问题不只是它所签的保单不稳定，因而必须认列损失，还有它对早期准备金估算之不足。

1970 年，大卫森退休而由华盛顿的律师大卫·克里杰接替，公司的经营责任落到诺曼·吉登身上，他身兼董事长和总经理，他接下公司后的一些作为，都显示 GEICO 正试图从它在 1969 年和 1970 年所造成的准备金混乱中跳出。在 1970 年到 1974 年间，新汽车保单的数量以年增率 11%的比率增长，而在 1965 年至 1970 年时，平均只有 7%。此外在 1972 年，公司正进行一项花费庞大且极具野心的管理分权计划，这个计划需要在不动产、电脑设备和人事费用上做庞大的投资。

到了 1973 年，公司在面临激烈的竞争状况下，降低了承保标准而且扩大它的市场占有率。GEICO 所保的汽车驾驶，首次包括蓝领和年龄在 21 岁以下的驾驶，这两个族群都有不稳定的驾驶历史。执行公司扩充计划和增加汽车驾驶保单数目这两个策略性改变的同时，美国也刚好于 1973 年取消价格控制。不久，汽车修理和医疗照顾费用暴增。

1974 年第四季，GEICO 承保的保单开始出现损失。那一年，公司宣布了 600 万美元的保险损失，28 年来它第一次认列亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人惊讶的是，该年度保费对理赔的比例是 5∶1。尽管如此，但是公司仍继续追求增长；1975 年第二季，GEICO 宣布公司亏损更严重，而且宣称要删减公司股利 0.8 美元。吉登请米利曼暨罗勃森顾问公司研究使 GEICO 逆转此下滑趋势的方法，并提出建议。但研究的结果显示，公司的前景并不是很乐观。该顾问公司表示，GEICO 的准备金欠缺3500万到7000万美元，而且需要引入资金维持生存。委员会接受米利曼暨罗勃森的研究结果，并向公司股东宣布。此外，委员会预计 1975 年的保单损失，会接近令人震惊的 1.4 亿美元（实际结果是 1.26 亿美元），股东和政府保险业管理单位都为此而惊惶失措。

1972 年，GEICO 的股价上涨到有史以来的最高点：61 美元（见图 5.5）；到 1973 年，股价减半；1974 年，更进一步下跌到十美元；1975 年，当委员会宣布预期损失金额的时候，股票跌至七美元。一些股东控告公司欺诈，提出共同起诉案对抗公司。GEICO 的主管认为公司所遭遇到的灾祸，完全是因为通货膨胀及法庭、医药费用的增加所造成的，但其实所有的保险公司都面临到这些问题，GEICO 的问题是以前它只为细心的驾驶者投保，而现在却从这种成功的传统中偏离开来。此外它没有再核对相关的费用，当公司扩大业务时，它对预期亏损的假设严重失当，以至无法涵盖那些更新、更频繁的理赔情况。在公司低估它保险亏损的同时，却又逐渐增加固定费用的支出。

1976 年 3 月在 GEICO 的年会上，吉登承认别的总经理应该可以将公司的问题处理的更好。他宣布公司董事会曾经指示专门委员会，寻找新的经营者。GEICO 的股价仍然疲软，股价已经降至五美元，而且继续下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

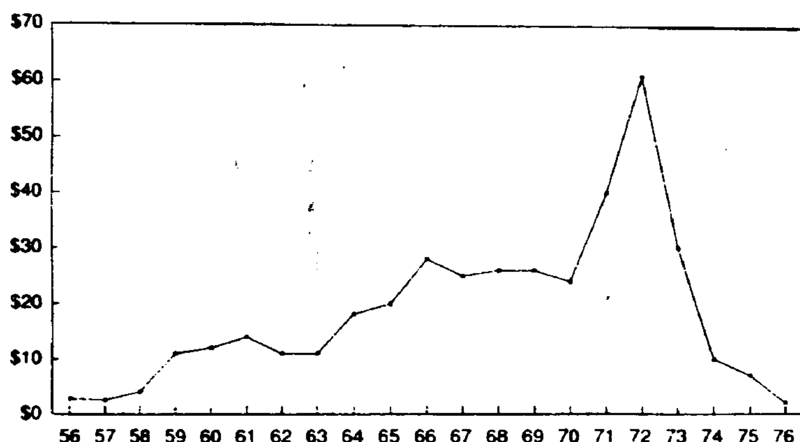


图 5.5 GEICO 股价的起伏，1956—1976

在 1976 年年会之后，GEICO 宣布旅行者公司 45 岁的行销主管约翰·伯恩，将成为 GEICO 的新总经理。伯恩被任命之后不久，公司宣布上市出售7600万美元的特别股，以增加它的资本。但是股东已经不抱希望，所以股价下滑到每股二美元。在此时期，巴菲特不动声色且坚定地购买 GEICO 的股票。当公司即将破产之际，他投资 41 万美元，以平均每股 3.18 美元的价格买进 129.4308 万股。

原则：简单且易于了解

1950 年，巴菲特还在哥伦比亚大学念书的时候，他注意到他的老师班·葛兰姆是 GEICO 董事之一。好奇心刺激巴菲特花一个周末去华盛顿拜访这家公司。某一个星期六，他敲公司的门，一名守卫让他进入；守卫带领他去见当天唯一在营业处的主管——洛瑞默·大卫森。巴菲特有许多问题，大卫森花了五个小时告诉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特GEICO的特点，菲利普·费雪因此对巴菲特留下深刻的印象。

后来当巴菲特回到奥玛哈他父亲的经纪公司时，他推荐公司顾客购买GEICO的股票，而他自己也投资一万美元在GEICO的股票上，大约是他所有财产的2/3。然而，许多投资人拒绝了巴菲特的建议。奥玛哈的保险经纪人向霍华德·巴菲特抱怨他的儿子竟推荐一家"无人敢当经纪人"的保险公司，让他感到非常灰心。一年后，巴菲特卖掉手上的GEICO股票，赚得50%的利润，然后一直到1976年以前都没有再买GEICO的股票。

巴菲特毫无畏惧地继续向他的委托人推荐保险业股。他以它盈余的三倍，购买堪城人寿的股票；他在波克夏哈萨威的有价证券投资组合里，拥有麻萨诸塞州损害赔偿暨人寿保险公司。1967年他购买国家偿金公司的控股权。在之后的十年中，杰克·林华特教导巴菲特如何经营保险公司，这次的经验帮助巴菲特了解保险公司如何赚钱，这种经验不易从其他地方得到。尽管GEICO的财务状况仍是摇摇欲坠，它也给予巴菲特信心购买其股票。

除了波克夏控股公司持有的410万美元普通股投资之外，巴菲特也投资1940万美元在GEICO新发行的可转换特别股上，这次的股票发行为公司增加新的资本。二年之后，波克夏将这些特别股转成普通股，并于1980年，他以波克夏的钱转投资1900万美元到GEICO。在1976年和1980年之间，波克夏对GEICO的投资总额为4700万美元，以每股平均6.67美元的价格购买720万股GEICO的股票。波克夏现在拥有GEICO33%的股份。到了1980年，波克夏对GEICO的投资增值了123%，价值达1.05亿美元，变成巴菲特最大的持股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则：稳定的经营史

看了巴菲特的表现，我们的第一个反应可能是巴菲特违背了他关于公司稳定经营史的原则；很明显的，GEICO的营运在1975年和1976年完全不具一致性。当伯恩成为GEICO总经理的时候，巴菲特说，他的工作目标是使公司业绩起死回生。但是，巴菲特提及起死回生是一件非常困难的事。所以我们如何解释波克夏对GEICO的购买行为？

就某方面看来，它似乎是项例外。伯恩成功地让公司起死回生，而且重新将其定位以投入保险业的竞争中。但更重要的是，巴菲特表示GEICO远未寿终正寝，只是受创而已。它在提供低价、无中间代理的保险商品上所具有的特许权仍然是独一无二的。此外，市场上仍然存在着小心驾驶的族群，公司仍可提供其保险需求赚取利润；在价格基础上，GEICO一定可以打败它的竞争者。十年来，GEICO将资金投注在其竞争优势上，并为它的股东赚取了丰厚的利润，巴菲特认为这些优点仍然存在。GEICO在70年代所遭遇的困境，与其是否还保有市场上的特许权毫无关系，而是因为业务上以及财务上的问题使公司误入歧途。即使没有任何资产净值，GEICO还是非常值钱，因为它的特许权仍在。

原则：长期前景看好

虽然汽车保险是日常必需品，但巴菲特说，这样的企业如果在定价上有稳定及高度弹性的优势，就一定能赚钱。这个描述非常符合GEICO的情况。我们也知道一家销售日常必需品之企业的成败，经营管理能力是最重要的变数。自从波克夏买入GEICO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票后，从其领导阶层的实际表现来看，GEICO 的确有它的竞争优势。

原则：坦诚

当约翰（杰克）·伯恩在 1976 年接管 GEICO 的时候，他使政府的保险管理单位和竞争对手深信，如果 GEICO 破产将会对全体的保险业造成伤害。他拯救公司的计划包括提高资本、得到其他公司再保险的合约，使 GEICO 部分的保单获得再保，并积极削减成本。“自力更生”，伯恩如此称呼它，这个作战计划的目的是推动公司转亏为盈。

在他上任的第一个年度，伯恩关闭了一百个营业处，将营业员从七千人减少到四千人，并且更改它的执照许可证，以便在纽泽西纽州和麻萨诸塞州销售保险。伯恩告诉纽泽西州的政府管理单位，他将不会更新该州 25 万份的保单，这将使公司每年花费三千万美元。然后，他撤除这套使保险客户可以不必提供新的资料，就能更新他们的保险电脑化系统。当伯恩下令执行这个新命令的时候，他发现公司 9%的更新保单所定的保费过低，当 GEICO 对这些保单重新定价的时候，40 万个保险客户决定中止他们的保险。伯恩的行动使保险客户的总数，由 270 万减到 150 万，GEICO 在 1975 年是国内排名第 18 位的保险公司，一年后降为第 31 位。尽管人数减少，GEICO 在 1976 年损失 1.26 亿美元之后，1977 年，伯恩的第一个责任年度，就从年度营收的 4.63 亿美元中，赚了5860亿美元，令人印象深刻。

很明显地，GEICO 能迅速恢复是伯恩努力的成果，而他在公司成本支出上所坚持的原则，使 GEICO 能持续改善其营运情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯恩告诉股东，公司必须重新实行刚开始创立时的原则，提供保费低廉的保险商品。他的报告详细说明了如何持续减少公司的成本，即使是在 1981 年，当 GEICO 还是全国第七大汽车保险承保者的时候，伯恩仍与另外两个主管共用一个秘书；他极力宣传公司如何从一年前每个员工负责 250 份保单，进步到每个员工负责 378 份保单。在进行改革的几年中，他是一个主要的推动者。巴菲特表示，“伯恩像鸡场的农夫，滚着一颗鸵鸟蛋进入女舍并说：‘女士，这正是竞争下的产品’。

过去几年来，伯恩很高兴向股东们报告 GEICO 成功的进展，当情况变坏的时候，他也坦白相告。1985 年，公司因为低估亏损而暂时不稳定。在给股东的第一季报告中，有一段文字如此写道，伯恩“比喻公司的情况就像领航员告诉他的乘客：‘坏消息是我们迷失了，但是好消息是我们有很多的时间’”。公司很快地重新站稳脚步，并在下半年度发布获利的消息。但同样重要的是，公司因为对它的股东坦白而赢得声誉。

虽然在 1986 年杰克·伯恩离开 GEICO，转去领导消防员基金，GEICO 坦诚报告其营运状况的声誉始终不坠。1991 年，GEICO 博得《华盛顿邮报》一篇名为“鼓励据实以告”的报道之正面评价，邮报写道：“主席比尔·史奈德和副主席路·辛普森再度让股东看到公司毫无修饰的优点和缺点。”

原则：不盲从其他法人机构

保险公司能以两种方式获利：(一) 借由他们发行的保单赚进利润；(二) 借由保险客户支付的保费做明智地投资。一般的情形是来自保单的利润远少于投资产生的利润，于是当金融市场可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供较高的报酬时，保险公司甚至赔售保单以聚集更多的保费投资其中，投资部门的主管必须为公司的盈余负绝大部分的责任。

路易斯·辛普森，GEICO 的副总经理，专门负责公司资金的运用，包括合资经营。辛普森是普林斯顿大学的经济学硕士，毕业后他虽然有些舍不得放弃母校所提供的教职，最后还是选择了史坦罗暨法尔汉姆投资公司的工作。1969 年，他加入西方资产管理公司，1979 年他跳到 GEICO 前，他已经是西方资产管理公司的董事长和总经理。巴菲特和杰克·伯恩在与辛普森面谈时，巴菲特说他记得辛普森独立的个性，“他具备从事投资工作所需的理想气质，在与群众合作或抗衡时他也不会特别地开心；他有自己的想法，也乐于其中。”巴菲特的直觉告诉他辛普森具备的性格，使他能够抵抗法人机构的压力，及避免未经思考的模仿。

在辛普森为 GEICO 所建立的投资指导方针中，可以发现他希望能够做到独立行动及思考。第一个方针是“**独立的思考**”。辛普森非常怀疑华尔街的传统名言，他想找到自己的准则，所以像巴菲特一样，他贪婪地阅读日报、杂志、期刊和年度报告，他相信一个投资经理人在接受基本财务的训练之后，最重要的工作是保持阅读和汲取资讯，直到概念实现。辛普森经常面对许多好的概念而不知如何取舍，但他不愿接受多数经纪分析师公然的建议。一位 GEICO 的前决策者说：“路易斯是一个安静的人。在这个现代化的世界里，每个人都宁愿用电话谈天，也不愿花心思在基本研究上，而路易斯就在作这种基本研究。”

GEICO 的第二个方针是“**投资是为股东经营高报酬率的企业**”。辛普森在看到一家能维持高于平均获利能力的公司后，他会找公司的管理者面谈，以确定他们心目中优先考虑的是让股东价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值达到最高，还是扩张公司的规模。辛普森希望找到的管理者，是在他们自己的公司中有一定数量的投资金额。在与公司股东接触时，他表现的非常率直，就像对伙伴一样。最后，他测试管理者是否有意愿放弃已经失去获利能力的企业，而以多余的现金为股东买回公司股份。

GEICO 的第三个方针是“**即使对评价很高的企业，也只支付合理的价格**”。辛普森是个很有耐心的投资人，他愿意等到企业的价格变得有吸引力时才购买股票。辛普森认为最庞大的交易是价格过高的不良投资。第四个方针是“长期的投资”。辛普森并不注意股票市场，也从不预测短期市场的变动，他写道：“股票市场在许多方面就像是天气，如果你不喜欢目前的情况，你所能做的就是再等下去。”

GEICO 的最后一条方针是“**不过度分散**”。辛普森认为太过广泛且多变的投资组合，反而只会造成平庸的结果。他承认与巴菲特的谈话对他很有帮助，使他在这个题目上的想法能够澄明下来；辛普森的做法是将他的持股集中。1991 年，在 GEICO 八亿美元的投资组合中，只包含八种股票。

从 1979 年起，辛普森所控制的股票投资组合，到 1989 年，产生的年复利报酬率为 26.1%，而史坦普五百大工业指数仅有 17.4%；从 1990 年开始，GEICO 的投资组合都以 16.5%的年成长率上涨，而史坦普指数则为 10.8%。多年来辛普森引领 GEICO 脱离圾垃债券，以及高风险的不动产持股行列。当其他的保险投资经理人盲从其他法人机构的行为，而危及他们公司资产净值的时候，辛普森以保守的投资方式，为 GEICO 的股东创造高于平均的报酬。巴菲特宣传说：“在产物和意外保险公司界里，路易斯·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辛普森是最好的投资经理人。”

原则：理性经营

杰克·伯恩和他的继承人，比尔·史奈德与路·辛普森，多年来已经示范了理性经营 GEICO 的整体资产。伯恩接下 GEICO 保险理赔危机这个担子之后，他为公司重新定位，以追求稳定的增长。伯恩认为以较缓慢的速度增长，可以小心地监控公司的承保损失和费用，这比公司以两倍的速度增长却无法控制财务，更为有利。从那时起，GEICO 已经为它的股东不断地赚取承保利润。

事实上，辛普森在投资上的成就所产生出的大量盈余，已经足以用来弥补预估损失；简单言之，公司资本的累积速度远超过资本的使用。

一个能够适当判断经营者理性决策的能力，以及对股东忠诚度的指标，是看管理者是否愿意利用多余的现金，增加股利发放或买回股份，而不是毫无益处地转投资，扩大整个公司的规模。

1983 年，GEICO 无法将它的现金做有利的投资，于是决定利用买回股份的方式，将现金回馈给股东。路易斯表示：“可能是我们的标准定的太高，或者是我们愿意支付的价钱（收购）太低。”自 1983 年起，在股权未稀释的基础上，GEICO 已买回三千万股股票，缩减了公司 30%流通在外的普通股股票（见图 5.6）。

除了买回股票之外，GEICO 也大方地增加它支付给股东的股利。在 1980 年，公司的股利是每股 0.09 美元（见图 5.7）；到 1992 年，支付的股息是每股 0.6 美元。从 1980 年开始，GEICO 支付给股东的股利每年增加 3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

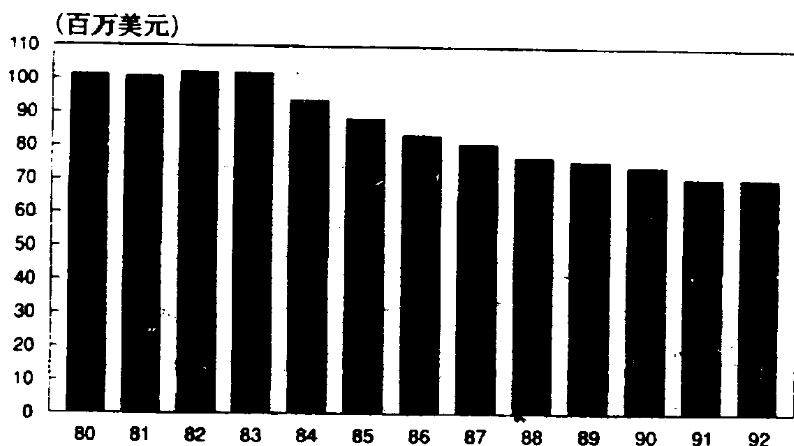


图 5.6 GEICO 流通在外的普通股股份

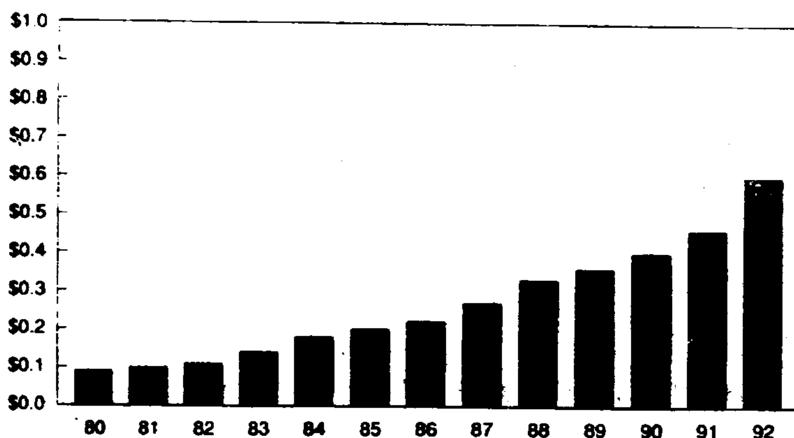


图 5.7 GEICO 每股股利

原则：股东权益报酬率

自 1982 年以来，GEICO 的股东权益报酬率平均为 21.2%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是同业平均值的两倍。在1990年代早期，由于公司股东权益的增加速度比盈余还快，所以股东权益报酬率降低；因此根据财务逻辑，公司必须增加支付的股利和买回股票，其目的是减少资本，以维持一个令人可以接受的股东权益报酬率。

尽管GEICO股东权益报酬率最近呈现衰退的现象，但仍高过其他产物——意外保险公司的指数。1980年，公司股东权益报酬率是30.8%，几乎是同业间平均值的两倍。虽然在1984年和1988年股东权益报酬率都下跌，GEICO的表现仍优于同业界的平均值。1992年，公司股东权益报酬率滑落到14.0%，主因是当年美国遭受到多次的天然灾害，包括安德鲁台风。

原则：毛利率

投资人可以利用几种方式来比较保险公司的获利能力。税前毛利率是其中一个最好的参考，过去十年里，GEICO的税前毛利率是同业间最稳定的（有最小的标准差）。

GEICO严密控制它所有的花费，同时仔细追踪处理保险理赔所需的相关费用。GEICO的企业支出平均占保费收入的15%，是同业平均值的一半（见附录表A.19）。这么低的比例多少反映出一些GEICO不必负担的保险经纪人成本。

GEICO的企业支出和保险理赔损失（见附录表A.20）合计的比例，明显的优于同业平均值。从1977年到1992年，同业平均值只在1977年唯一一次超过GEICO；在那之后，GEICO的合计比例平均为97.1%，优于同业平均值十几个百分点。GEICO只有两次出现保单理赔损失，一次在1985年，另一次在1992年。1992年那次是由于当年美国遭受到异常频繁的天然灾害，以至加重了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保单签约的损失，如果没有安德鲁台风和其他严重的暴风雨，GEICO 公司的合计比例会更低，约为 93.8%。

原则：决定实质价值

当巴菲特开始买进 GEICO 股票的时候，公司正濒临破产，但是他说，因为 GEICO 公司有保险市场的特许权（有能力提供差异化商品），所以即使其净值是负的，整体上仍有一定的价值。在 1976 年，由于根本没有盈余，公司拒绝约翰・威廉斯（John Burr Williams）所提出的计算公司价值的建议，威廉斯假设企业的价值是决定于企业生存期间，预期的净现金流量以适当的贴现率折成现值；尽管 GEICO 的未来现金流量是不确定的，巴菲特确信公司会继续生存下去，而且有一天会开始赚钱，不过能赚多少，或什么时候开始会赚就值得深思了。

在 1980 年，波克夏哈萨威拥有 GEICO1/3 的股份，他总共投资了4700万美元，那一年，GEICO 总市场价值是1.9600亿美元。即使这样，巴菲特估计公司仍有很大的安全边际。1980 年，公司从年度营收的7.0500亿美元中赚了六千万美元，波克夏从 GEICO 的股票上赚进二千万美元。根据巴菲特的计算，“假使同样从一个有一流体质及光明前景的企业投资中，要赚进二千万将花费至少二亿美元”，如果买的是公司经营的控制权，则成本可能更高。

虽然如此，巴菲特二亿美元的假设也很接近事实，让我们利用这个理论来看威廉斯的例子。假设在没有任何额外资金的援助下，GEICO 仍能维持六千万美元的盈余，再以当年度美国政府 30 年公债为基础打 12%的折扣，GEICO 的现值应该是五亿美元，几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎是 GEICO 在 1980 年市场价值的两倍。如果公司的获利能力可以实质提升 2%，或在当时的通货膨胀发生前提升 15%，GEICO的现值会增加到6.6600亿美元，而波克夏的股份就相当于2.2200亿美元。换言之，在 1980 年，GEICO 股票的市场价值还不到其获利能力折现现值的一半。

原则：一美元的假设

GEICO 的市场价值在 1980 年是 2.96 亿美元，从这一年开始它的市场价值不断增加，到 1992 年变成 46 亿美元（见表 5.2），总共增加了 43 亿美元，13 年间，GEICO 赚了 17 亿美元。公司以支付普通股股利的方式，分给股东 2.8 亿美元，而保留 14 亿美元做转投资，因此对每一美元的保留盈余，GEICO 都为它的股东创造了 3.12 美元的市场价值。这种财务上的成就，不仅显示了 GEICO 拥有优秀的管理阶层和适当的市场活动，同时也证明它有能力以最佳的效率，将股东的金钱转投资。

对 GEICO 优越性的进一步证据是：在 1980 年投资一美元在 GEICO 上，除去股利，到 1992 年会暴增到 27.89 美元，年复利报酬率是 29.2%，这是非常惊人的，远高于同期业界的平均值 8.9% 及史坦普指数（见图 5.8）。

摘要报告

史奈德在 1986 年接替杰克・伯恩成为 GEICO 的董事长和总经理，最近他宣布将提早一年退休，他和伯恩两个人决定一起成立一家新的保险公司。他们向 GEICO 购买两家保险企业：田纳西州查达努加市的米拉斯达保险公司，以及乔治亚洲亚特兰大市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.2 GEICO 公司——市场价值的变动

（$单位：百万美元）

	净收益	股利支付	保留盈余	市场价值
1980	59.6	9.7	49.9	296.3
1981	64.4	10.3	54.1	559.0
1982	77.5	11.3	66.2	879.7
1983	94.8	15.0	79.8	1 185.3
1984	100.4	17.1	83.3	1 088.4
1985	77.6	18.2	59.4	1 539.6
1986	119.3	18.5	100.8	1 646.5
1987	150.2	22.4	127.8	1 790.0
1988	134.4	25.7	108.7	1 914.6
1989	213.1	27.5	185.6	2 314.3
1990	208.4	30.1	178.3	2 407.7
1991	196.4	32.6	163.8	2 827.6
1992	172.7	42.4	130.3	4 627.0

注：1980—1992 年之保留盈余总值为 $1388°同期之市场价值变动总值为 $4331，每一块钱保留盈余创造 $3.12 之市场价值。

的南方遗产保险公司；这两家公司的年保费收入总计达 3800 万美元。GEICO 宣布将聘请东尼·奈斯理及路易斯·辛普森担任联合总经理，奈斯理将负责管理保险营运部门，而辛普森则留任资金营运部门。

GEICO 所拥有的特许权，包括低廉但仍有利润的保费，及无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

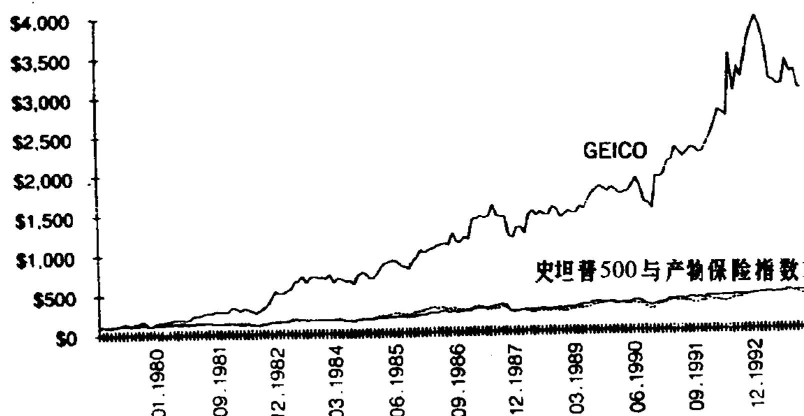


图 5.8 GEICO 普通股股价与史坦普 500
及产险—意外险业指数的比较

经纪人的保险业务行销方式，使得公司原有的优势地位仍然存在；公司在控制支出费用上的努力也深植于企业文化中；辛普森杰出的工作纪录，暗示 CEICO 未来的投资组合，应会有正确的定位，而且公司已经建立了以股东为优先的声誉。综合这一些优点，令《富比士》杂志在它发行的“美国产业年度报告”中，封 GEICO 为 1990 年代风云保险公司。

多年来，波克夏在 GEICO 中的地位稳定上升，如今，波克夏拥有公司 48％的股份。

首都/美国广播公司

首都/美国广播公司是一家媒体通讯公司，它的资本额为 11 亿美元，拥有和经营电视和广播网、电视和广播电台，同时也为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有线电视节目公司制作节目录影带。此外公司也发行报纸、购物指南和各种企业相关的专业杂志、定期刊物和书籍。

首都公司经营 ABC 电视网和广播网。电视网包括 228 家联营电视台，将节目送至 99.9%美国电视用户家中；广播网大约为3175家联营电台提供服务。首都公司的支出包括制作电视及广播网节目的费用、购买节目版权的权利金，以及联营电视和广播电台发送节目和广告的花费。而公司主要的收入，是卖节目的广告时间给厂商做广告宣传。

首都公司旗下有八家电视台、九家调幅广播电台和八家调频广播电台。其中所有的电视台都加入 ABC 电视网的联营，而 17 个广播电台中有 14 个是 ABC 广播网的联营电台。

公司旗下的录影带公司，积极地参与制作和供应有线电视节目。首都公司拥有 ESPN80%的股份；ESPN 是首屈一指的有线体育网，同时也是美国国内最大的有线电视网，它在美国国内有 6 100万用户，在世界上也有 75 个国家、三千四百万个家庭收看它们的节目。首都公司占有艺术和娱乐电视网 37.5%的股份，主要是播放有关文化及娱乐方面的节目；公司也有生活时代 1/3 的股份，这家有线服务电视台专门播放妇女生活及健康方面的节目。首都公司在德国、法国和西班牙也有一些电视和戏剧节目制作公司的股权。

首都公司也发行八份日报、75 份周报，还有 56 份购物指南和 12 个州的不动产杂志。专业刊物发行部门包括农业出版集团、契尔敦出版公司、费尔柴德出版集团等，其中金融服务及医药集团发行多本杂志，包括《机构投资人》和《国内医药新闻》。

公司报告其销售状况时，将收益分成广播和刊物发行两部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992 年，广播上的收益——包括各电视和广播网的节目收益，以及电视、广播电台和录影带节目的收益——总共在年度营收的 42 亿美元中赚得 6.19 亿美元；刊物发行部门从年度营收的 11 亿美元中赚进了 1.36 亿美元。总计首都公司从 1992 年的总营业收入 53 亿美元中获益 7.55 亿美元。

首都是从新闻事业起家的。1954 年，一位出名的新闻记者洛威尔·汤玛斯，他的事业经理法兰克·史密斯和一群合伙人，共同买下哈德逊山谷广播公司，旗下包括纽约州首府阿尔巴尼市的电视和调幅广播电台。当时首都公司现任的董事长汤玛斯·墨菲，在利弗兄弟公司担任产品经理；法兰克·史密斯，墨菲父亲的高尔夫球球友，雇用朋友的儿子来经营公司的电视台。1957 年，哈德逊山谷收购莱理市德汉电视台，将公司名改成首都广播公司，由于阿尔巴尼市与莱理市都是该州的首府，所以这个名称恰好隐喻其意。

1960 年，墨菲聘雇丹·柏克经营阿尔巴尼电台。柏克是墨菲哈佛同班同学吉姆·柏克的兄弟，他最近才从首都公司退休；吉姆·柏克后来成为娇生公司的董事长。丹·柏克是阿尔巴尼市人，当墨菲回纽约的时候，他被留在当地管理电视台；1964 年他被任命为首都公司的总经理，自此开始了美国企业里一个最成功的合伙关系。在往后的 30 年里，墨菲和柏克共同经营首都公司，进行了超过 30 笔有关广播及出版的收购行动，其中最引人注目的就是在 1985 年买下美国广播公司 ABC 电视广播网。

巴菲特第一次见到汤姆·墨菲是在 1960 年，墨菲在一位纽约同班同学安排的午宴中，似乎对巴菲特印象非常深刻，所以邀请他担任首都公司的董事长，可是为巴菲特所拒，不过后来两人变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成很好的朋友，多年来一直保持联络。巴菲特于1977年第一次投资首都公司的股票，但在次年毫无理由地就将股票卖掉，不过仍赚了一些钱。

墨菲有意将ABC及首都公司合并，1984年12月，当时ABC的董事长是李纳德·葛登森，墨菲找他商谈这个构想，虽然最初受到一些挫折，墨菲仍于1985年1月再次和葛登森接触，这一次由于FCC（编注：联邦传播委员会，美国广播电视的主管单位）将单一公司所能拥有的电视和广播电台的数目限制，从七家增加到12家，并于同年4月开始生效，因此这次葛登森同意了他的提议。当时葛登森已经79岁，他最关心的事情是谁将会接掌ABC，虽然ABC内有几位颇具潜力的候选者，但在葛登森看来，都不具备足够的领导能力，而墨菲和柏克被认为是媒体和通讯业里最好的管理者，在同意与首都公司合并后，葛登森确定ABC会维持强势的管理阶层。ABC开始向高额投资银行家，寻求咨询服务。墨菲以往总是独自进行交易，但这次他带了他信赖的朋友，华伦·巴菲特；他们两人共同努力，做成了美国第一笔电视网的交易，也是有史以来最大的媒体合并行动。

首都公司给ABC的条件，是以每股121美元的价格买下其股票（其中118美元付现，另外购买首都公司十分之一股票的认股权证，相当于每股三美元）。首都公司所出的价钱，是合并的消息宣布的前一天，ABC股票在市场上交易价格的两部。为了要筹出这笔交易所需的35亿美元，首都公司必须向银行财团借贷21亿美元，卖掉区域重叠的电视和广播电台，大约值九亿美元，再卖掉电视网被限制拥有的财产，包括陆续卖给华盛顿邮报公司的有线电视产业，剩下的五亿美元则由巴菲特支付。他同意波克夏哈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萨威将投资 300 万美元，以每股 172.50 美元的价格买下首都公司发行的股票。墨菲再一次邀请巴菲特加入首都公司的董事会，而这次巴菲特同意了。

原则：简单且易于了解

在华盛顿邮报公司的董事会中服务了十多年，巴菲特了解了电视广播和发行杂志这两种行业。他在报纸发行上的长期经验也有助于他了解传播事业；此外巴菲特对电视网的熟悉程度，也因为波克夏分别于 1978 年和 1984 年自行购买 ABC 的股票而增加。

原则：稳定的经营史

首都公司和 ABC 都有超过三十年持续获利的经营历史，在 1975 年到 1984 年的十年间，ABC 股东权益报酬率平均是 17%，而负债资本比平均是 21%；首都公司的股东权益报酬率平均是 19%，负债资本比平均是 20%。

原则：长期前景看好

广播公司和广播网都受到眷顾，而有高于产业平均值的经济前景。在许多相同的因素下，它们像报纸一样打出了不少经济上的商誉。一旦广播电台建立起来以后，转投资和营运所需要的资金并不多，而且根本没有存货投资。电影和电视节目的购置费用，可以在广告收入进帐之后再支付。一般来说，广播公司的投资报酬都会高于产业平均值，而且赚得的现金也都超过公司营运所需。

广播网和播送者所冒的风险，包括政府的规范、不断更新进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步的技术和瞬息万向的广告经费。政府单位可以拒绝公司广播执照更新的申请，但是这种情况很少发生。在1985年，有线电视节目对它们还不具很大的威胁性。虽然有一些人收看有线电视台，但绝大多数的人仍然比较喜欢看无线电视网的节目。另外在80年代，用在非必要性支出的消费品上的广告费用大幅增长，膨胀速度超过美国国内的生产毛额，为了要让大多数的观众看到他们的广告，广告商仍然必须依赖无线电视网。依巴菲特的想法，无线电视网、广播公司和出版社基本的经济展望，均优于1985年，所以这些企业长期的前景是无可限量的。

原则：决定实质价值

波克夏在首都公司所投资的五亿一千七百万美元，是巴菲特当时对单一公司所做过的最大投资。究竟是什么原因，令巴菲特决定对首都公司和美国广播公司投下如此庞大的金钱，仍不得而知。虽然墨菲同意以每股172.50美元的价格，卖给巴菲特三百万股首都/美国广播公司的股票，但是我们知道价格和价值常常是两回事。我们曾经提到，巴菲特的策略是，只有当一家公司的实质价值和它的购买价格有相当的安全边际时，他才会买进其股票，然而在购买首都/美国广播公司的行动中，他承认自己对这个原则作了折衷让步。

如果我们将巴菲特每股172.50美元的买价，以10%的贴现率（近似于1985年美国政府二十年债券的殖利率）折现，再乘以一千六百万股（其中一千三百万股流通在外，加上三百万股发行给巴菲特的股票）得到企业的现值，相当于需要公司有能力赚得二亿七千六百万美元的盈余。1984年首都公司在扣除掉折旧和资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本支出之后，净利是一亿二千二百万美元，而 ABC 则有三亿二千万美元的净利；所以这两个公司合并后的获利能力是 4.22 亿美元。但是合并后也会有庞大的负债：墨菲预备借贷 21 亿美元，公司每年需为此支付 2.2 亿美元的利息，所以合并公司的净获利能力大约是 2 亿美元。

除此之外还有其他的考虑。人们认为墨菲在买下一家企业后，若想要其资金流动量提高，他会单纯地借由减少开支以达到目的，这纯粹只是道听途说。首都公司的营运毛利率是 28%，然而 ABC 是 11%，如果墨菲能够将 ABC 财产的营运毛利率提升 1/3 到 15%，那么公司每年就可以再多出额外的 1.25 亿美元盈余，合并后公司的净获利能力就等于每年 3.25 亿美元。对一家每年赚 3.25 亿美元，而且有 1600 万股股份流通在外的公司，其现值在打九折后每股单价应该是二〇三美元，所以巴菲特以每股 172.50 美元的价格买入，仍有 8%的安全边际。巴菲特幽默地说："我担心班（班·葛兰姆）会从棺材里爬出来为我这一个计划鼓掌。"

如果我们再做一些假设，那么巴菲特愿意接受的安全边际就能够进一步扩大。巴菲特说，依当时一般的想法推论，报纸、杂志或电视台，将可以在没有任何额外资金的补充下，永远保持 6% 的盈余增长率，巴菲特解释说，这是由于资本支出会与折旧率相等而抵消，使得资金的需求最小，因此收益能够被看做是自由分配盈余。这表示一家媒体公司的股东，拥有一项投资，或像终身年金一般，在可预见的未来中，不需要任何额外的资金就可以维持每年 6%的增长。巴菲特提议，将这种情况与一家需要额外资金补充，以维持其增长的公司做比较。巴菲特说，如果你拥有一家媒体公司，每年获利 100 万美元，而且预期会增长 6%，那么以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2500 万美元买下这个企业是很值得的（无风险利率约为 10%，减去 6%的年增长率后，除以 100 万）；另外一家同样每年赚 100 万美元，但是若没有再投入资金，盈余就不能够增长的企业只值 100 万美元（100 万除以 10%）。

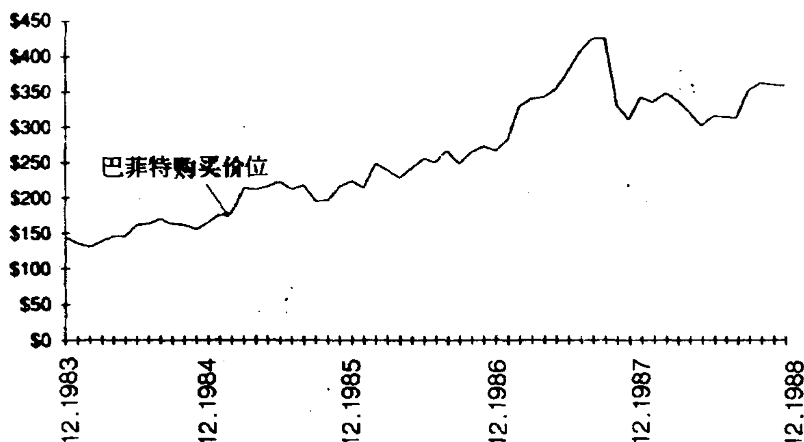


图 5.9 首都/美国广播公司普通股股价

如果我们接受这种财务计算观念，而且将它应用到首都公司这个例子上，那么其价值就会由每股 203 美元增加到每股 290 美元，或者从另一个角度来看，巴菲特同意接受的每股 172.50 美元这个价格，就有 60%的安全边际。但是在这些假设里有太多的“如果”。墨菲能够将首都/美国广播公司部分的资产卖掉，而筹出所需的九亿美元吗（他实际上可卖得 12 亿美元）？他能够将 ABC 的营运毛利率提升吗？他能够继续依靠广告收入的增长吗？

巴菲特从首都公司得到的相当程度安全边际能力，因为许多因素而变得复杂。首先，首都公司的股票价值多年来不断上涨。（见图，5.9）这是由于墨菲和柏克把公司管理得非常好，所以在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的股价上反映出来，与GEICO不同的是，巴菲特没有机会因为公司价格暂时滑落，而以便宜的价钱买到其股票，股票市场也没有帮上巴菲特任何忙；而且因为这是在交易市场的认购，巴菲特被迫接受这个接近其当时交易价值的价格。

如果对发行价格有任何的失望，巴菲特对这些股票价格的快速上涨应会觉得欣慰；1985年3月15日星期五，首都公司的股价是176美元；3月18日，星期一午后，首都公司将购买ABC的消息公布出来，次日股市收盘前，首都公司的股票价格变成202.75美元，四天之内上涨了二十六点和15%的涨幅。巴菲特赚得9000万美元的利润，而且这个涨势在1986年1月以前未曾停止。

巴菲特买进首都股时的安全边际，远少于他以前所购买的其他公司，那么他究竟是为了什么而进行这项交易？答案是汤姆·墨菲。假如不是因为墨菲，巴菲特肯定不会在公司上做任何投资，墨菲就是巴菲特的安全边际。首都/美国广播公司是一个独特的企业，是那种吸引巴菲特的企业。不仅如此，对于墨菲他也有一些特别的感觉，“华伦崇拜汤姆·墨菲”，约翰·伯恩表示，“只是与他成为合伙人就非常吸引巴菲特”。

分权是首都公司的经营哲学。墨菲和柏克雇用最好的管理者，然后放手让他们经营公司，所有的事情都由他们决定，柏克在与墨菲合作的早期就已经做到了这一点。柏克在管理阿尔巴尼电视台的时候，每周都邮寄最新的报告给墨菲，但墨菲从未有任何回应。最后柏克终于收到他的回条，墨菲允诺柏克，“我绝不会到阿尔巴尼去，除非你邀请我，或是我必须开除你的时候。”墨菲和柏克帮助他们的公司规划年度预算，并在每一季检讨业绩，除了这两件事情之外，他们期望管理阶层能把公司当做他们自己的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样来经营。墨菲写道："我们对我们的管理阶层有很高的期待。"

而管理阶层一定要做到的一件事情就是控制成本。一旦他们无法将这件事情做好，墨菲会毫不迟疑地参与其中。当首都公司购买ABC的时候，正是急需墨菲这项削减支出才能的时候。电视网都倾向于增加增长率，而不是提高获利，他们认为为了公司的成长，应该不惜任何花费，这样的观念在墨菲接管公司之后马上改变。经由审慎地挑选ABC董事会的成员，墨菲删除了薪资、额外津贴和支出。1500多人在公司给与优厚的遣散费之后被辞掉；ABC内的会议餐厅和私人专属电梯也停用；洛杉矶市的ABC娱乐公司为墨菲第一次视察公司所购买的接送轿车也一并卖掉，再去时墨菲改搭计程车。

这种成本控制意识在首都公司里已成为一种生活方式。公司旗下的费城电视台WPVI,是该市最大的电视台,它的新闻部门总共有100个职员,而邻镇的哥伦比亚广播公司(CBS)则有150人。在墨菲到ABC工作之前,公司雇用60个人来管理五家电视台,如今,六个人管理八个电视台;纽约市的WABC电视台以前雇用600个人,有30%的税前毛利率,现在它雇用400个人,而毛利率超过50%。一旦经济上的危机解决后,墨菲就靠柏克去管理营业决策,他自己则集中精神在收购和股东资产上。

原则：不盲从其他法人机构

广播和电视网企业的基本经济特质，确保首都公司能产生充足的现金流量。然而，产业基本经济体制再配合墨菲喜欢控制成本的倾向，使得首都公司有非常庞大的现金流量。从1988年到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992 年，首都公司累积了二十三亿美元的营运资金，有了这些财源一些管理者可能无法抵抗花钱的诱惑，而买下其他企业和扩张公司的规模，墨菲也不例外，他买了几个企业。在 1990 年，他花了六千一百万美元买下一些小型产业，当时他表示，一般媒体公司的市场价格都太高了。

收购行动对首都公司成长的发展过程非常重要，墨菲一直都在留意媒体产业，但是他仍然坚守他的原则，绝不以过高的价格买下一家公司。首都公司有庞大的现金流量，能够轻易地就吞并其他的媒体产业，但是“墨菲有的时候会等上几年，直到他发现适当的产业；他绝不会只因为有足够的财源可以买下一家公司就进行交易。”墨菲和柏克也了解媒体企业的景气循环非常明显，如果以大量的举债支援购并所需的现金，那么加诸于股东的风险会让他们无法承受。柏克说：“只要我们其中任何一个人认为一笔交易可能会严重地伤害到公司，墨菲就会立刻叫停。”

若是一家公司无法靠转投资自己的企业赚取更多的利润，那么它可以选择并购成长中的企业、减少公司的负债，或将钱回馈给股东。由于墨菲不愿意支付媒体公司过高的要价，所以他选择减少负债和买回股票。

于 1986 年收购美国广播公司之后，首都公司长期负债的总额是十八亿美元，负债对资本的比例（负债比率）是 48.6%；同年年底，公司现金和其他高变现能力的资产，总计有一千六百万美元，到了 1992 年，公司的长期负债为九亿六千四百万美元，负债比率降到 20%，此外现金和其他高变现能力的资产则增加到十二亿美元，因此公司实际上没有任何负债的压力（见图 5.10）。墨菲强化了首都公司的资产负债表，使得公司面临的风险大为降低。后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

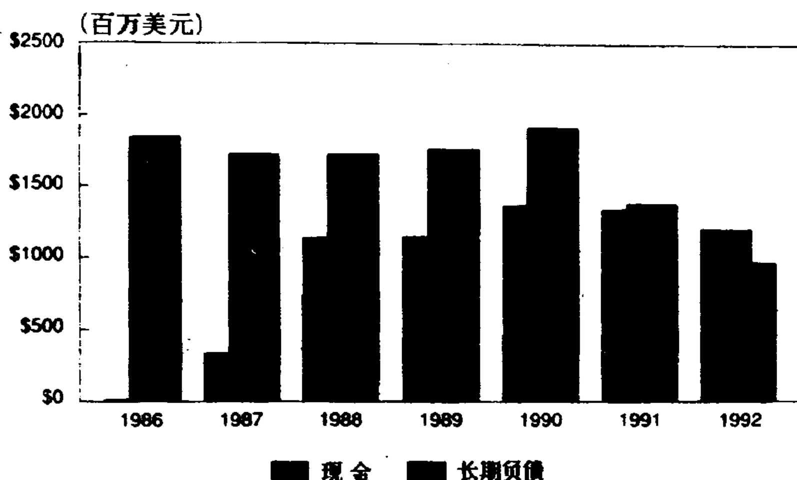


图 5.10 首都/美国广播公司的现金与长期负债

来，事实证明他的作为更大地提高了公司的价值。

原则：理性经营

1988 年，首都公司宣布已经通过决议，将要买回 200 万股流通在外的股票，占公司所有流通在外股票的 11%。1989 年，公司花费 1.33 亿美元，以平均 445 亿美元的价格买下 52.3 亿股股票，这个价格是公司营运现金流量的 7.3 倍，而多数媒体公司的售价是其营运现金流量的十到 20 倍。次年，公司又买了 92.6 万股，平均价格为 477 美元，或者说是其现金流量的 7.6 倍。

1992 年，公司继续买回其股票，一年之中购买了 27 万股，平均每股 434 美元，或者说是其现金流量的 8.2 倍。墨菲一再地说，和公司付给自已的价钱比较起来，其他墨菲和柏克认为有吸引力的媒体公司的卖价还要更高。从 1988 年到 1992 年，首都公司总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共购买了195.3万股股票，投资了8.86亿美元（见图5.11）。

从1992年起，首都公司就对50亿到80亿美元左右的大型收购行动产生兴趣，他们原先预定的目标锁定在派拉蒙通讯公司及透纳广播公司，但是主要收购行动的价格却不足以为股东提供合理的利润，因而公司再次决定将现金回馈给股东。

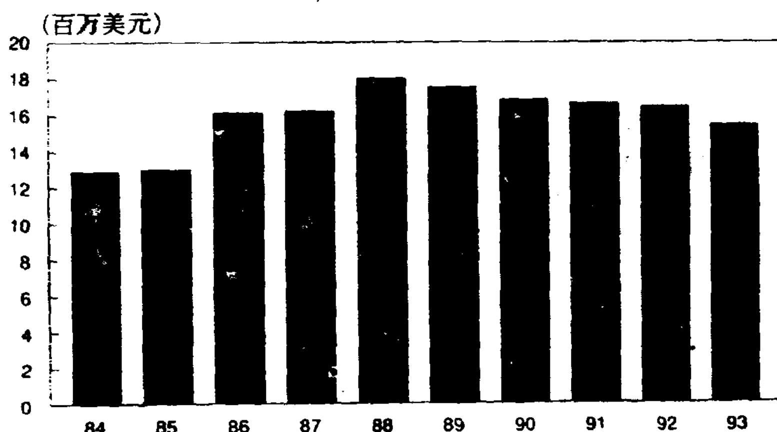


图5.11 首都/美国广播公司流通在外之普通股股份

1993年11月，公司宣布将举行标购，以每股590到630美元之间的价格购买多达200万股的股票，波克夏也参加了这次的标购，从它持有的300万股中提出100万股拍卖，这个行动引起了各方的臆测，是不是公司因为找不到适当的收购对象，因此将自己的持股出售？是不是巴菲特准备放弃首都公司，所以才卖掉他手上三分之一的股票？首都公司否认了这些谣传，一般的看法是如果公司真的要拍卖，巴菲特就不会以那么高的价钱将股票提供出来拍卖了。公司最后购买了1100万股的股票，其中100万股来自波克夏，每股平均价格为630美元。巴菲特能够调度6.3亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，而不会影响首都股票在市场上的地位。他现在仍是公司最大的股东，他拥有13%的流通在外股票。

如果你了解首都公司在过去几年里赚了多少钱，和这些钱是如何被可靠地分配，那么巴菲特对墨菲的赞赏就更容易理解了。自1977年开始，墨菲将流通在外股票的比例降低了17%；删减了一半的长期负债，而且将高变现能力的资产提高到超过十亿美元。此外首都公司和波克夏哈萨威公司一样，是以分权的方式经营。巴菲特只在波克夏的非保险企业牵涉到管理人员薪酬和资本转投资的时候，才让自己参与其中。巴菲特和墨菲一样，非常乐见他的附属公司能独立地运作，他和墨菲也都乐于在公司的成本超出底限的时候积极地参与改进，他们两个人也同样对股东的浪费感到厌恶。

多年来巴菲特已经观察了无数个企业的运作和经营方式，但是对他自己而言，首都公司是经营得最好的公司。为了证实自己的观点，巴菲特在投资首都公司股票的同时，也将未来11年中所有的股东表决权都转交给墨菲和柏克，只要他们其中任何一个人在继续管理公司，这个约定就成立；如果这些都无法使你相信巴菲特非常敬重他们二人，那你可以想想巴菲特的话，他宣称："汤姆·墨菲和丹·柏克不只是伟大的管理者，他们也正是那种你希望自己的女儿和他结婚的男人。"

在电视网企业的前景不被看好的时候，汤姆·墨菲对首都公司和波克夏哈萨威的价值就更加重要。如同华盛顿邮报公司，首都公司在1990年也面临了周期性的经济不景气，而影响到公司的利润，伴随而来的还有产业地位永久性的衰退降低了公司的实值（指其他的媒体，瓜分了广告市场），另外，越来越多的竞争使得公司难以提高广告价格。电视网广播企业中一个在经济上的奇怪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现象，是它具有主动提高价格的能力，而一个具特许权的企业一旦失去了定价的能力，很快地就会变成普通企业，这时对公司的股东而言，管理上的价值也就更加重要。

今天，无线电视网路企业正面对来自有线电视和录影带公司日益增加的竞争，同时广告的收入也越来越少，巴菲特解释，电视网络就像是人的“眼球”一样，企业卖的是资讯和娱乐；如今有线电视节目、付费节目和录影带全部都在竞争同一个眼球。假设大约有五百个眼球，而一天仍然只有24个小时，增加观众人数的竞争是很激烈的。当首都公司购买ABC的时候，电视网所占的观众比例超过80%，而如今只有60%。巴菲特记得多年前他曾与墨菲一起坐在大荧幕电视前观看体育节目，讨论着电视中的画面是如何的美妙，墨菲回应说：“我比较喜欢当时只有一个八寸的黑白荧幕，和三个频道的感觉。”

原则：一美元的假设/股东权益报酬率/毛利率

从1985年到1992年间，首都/美国广播公司的市场价值从29亿美元增长到83亿美元（见表5.3），在同一时期，公司从盈余里保留了27亿美元，由此为转投资的每一美元创造了2.01美元的市场价值。这种成就格外值得注意，尤其是1990年和1991年，公司熬过了周期性盈余的下降，和广播网企业永久性的改变造成公司实质价值的衰退。这段期间，波克夏在首都/美国广播的投资从5.17亿美元增加到15亿美元，平均为14.5%的年收益增长率，比哥伦比亚广播公司和史坦普工业指数还要高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.3 首都/美国广播公司——市场价值变动

（$单位：百万美元）

	净收益	股利支付	保留盈余	市场价值
1985	142.2	2.6	139.6	2 918.0
1986	181.9	3.2	178.7	4 323.0
1987	279.1	3.2	275.9	5 586.0
1988	387.1	3.4	383.7	6 520.0
1989	485.7	3.5	482.2	9 891.0
1990	477.8	3.4	474.4	7 694.0
1991	374.7	3.3	371.4	7 213.0
1992	389.3	3.3	386.0	8 349.4

注：1985—1992 年之保留盈余总和为 $ 2 692。同期市场价值变动总和为 $ 5 431。每一块钱保留盈余创造 $ 2.01 之市场价值。

如果首都/美国广播公司的实质价值下跌，当时巴菲特为什么拒绝卖出他所有的股票？无疑地，部分理由是因为墨菲和他的私交。作为一个管理者，巴菲特尊重且知道墨菲不会虚耗股东价值；另外一个使巴菲特还没有卖掉他手中首都公司股票的重要理由，是它仍有高于美国同产业平均报酬的能力。巴菲特说：“电视网是比较费劲的企业，但是只要经营得法，它仍然是非常好的企业，可以产生大笔的现金。”

在 70～80 年代，公司股东权益报酬率大约维持在五到七个百分点，比史坦普工业指数还高（见图 5.12）；公司的税前毛利率是一般美国企业的三倍（见图 5.13）。买下 ABC 之后，税前毛利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和股东权益报酬率虽不再像以往一样维持很高的水准，但仍然高于一般公司，而且稳定地增长，直到 1990 至 1991 年经济不景气为止。时至今日，首都公司的股东权益报酬率已经降到只有一般水准，但税前毛利率仍旧很高。

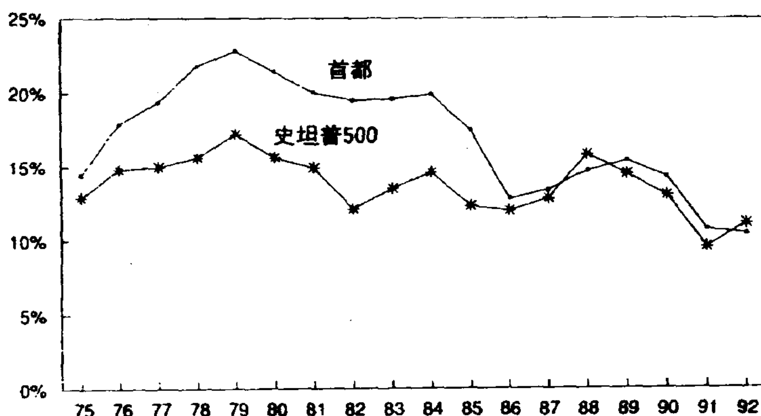


图 5.12 首都/美国广播公司与史坦普 500
之股东权益报酬率

FCC 了解到电视广播网多变的经济特性，而且承认三家主要的电视网不再具有控制大众收视的权力。20 多年来，电视网被禁止拥有电视表演节目，阻碍了他们从这个有利的市场组织中获取利润的权利。1993 年，法院取消了这项限制，允许电视网播放电视节目，并从中赚取利润。墨菲宣称，制作节目及拥有电视台是首都/美国广播公司未来必须要把握的机会，墨菲的希望是公司自行制作且播放电视节目，并从节目所附带而来的市场中赚取利润，包括国内的和国外的子企业集团。FCC 也表决赞成允许电视网在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

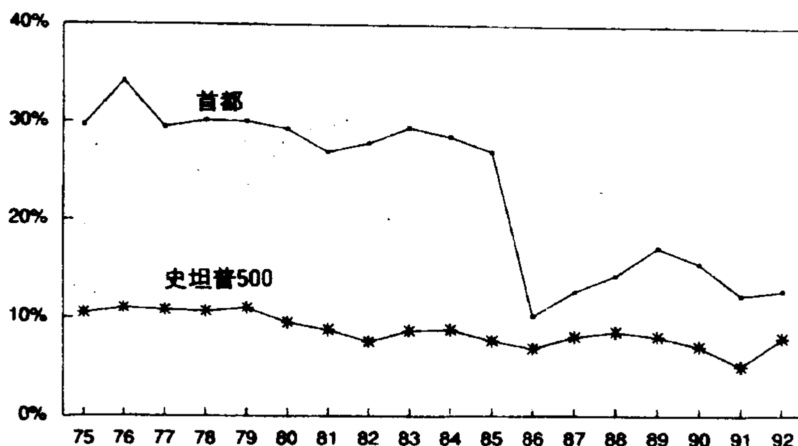


图 5.13 首都/美国广播公司与史坦普 500
之税前毛利率

有限的基础上，购买有线电视系统，以往这项规定是为了保护成长中的有线电视，避免电视网对它的威胁，1986 年首都公司在购买 ABC 之后也受到这项规定的限制，被迫卖掉它的有线电视产业。最后的结果是，电视网积极购买外国的商业电视播送站。首都公司将它的资产所有权延伸到德国、法国和西班牙的电视和制作公司，最近更购买总部在卢森堡的斯堪地那维亚广播系统公司 21%的股权，它是该地区首先成立的电视播送站之一。这一切的改变都提高了首都/美国广播公司的实质价值。

摘要报告

波克夏哈萨威投资了超过二十亿美元在媒体和通讯公司上，包括首都/美国广播公司、华盛顿邮报公司和《水牛城新闻报》。波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克夏的盈余和实质价值，都因为产业周期性和经济特质永久的变化而下跌；然而，首都公司、华盛顿邮报公司和《水牛城新闻报》都有高于其产业平均值的经济状况，巴菲特说这是由于史丹·利普西领导《水牛城新闻报》的方式，以及首都公司和华盛顿邮报公司不凡的管理阶层。

这些公司之所以能够有与众不同的表现，是因为当其他的媒体公司都忙着以举债融资买进其他产业，但首都公司和华盛顿邮报并没有让同业愚蠢的盲从行为，摇动他们的想法，反而减少借款和买回股份，而不是做无益地花费买下其他公司。到现在产业永久性的改变已经平息，所有公开上市的媒体公司中，仅有首都公司和华盛顿邮报这两家企业基本上没有债务的负担，而其他以前用极高的价格进行收购的公司，其盈余正在萎缩，现在它们才发现自己为了支付利息而拼命挣扎。巴菲特拥有首都公司和华盛顿邮报的感觉，远较拥有任何其他的媒体企业来得顺心，他仍然期待这两家公司能够产生高于一般企业的报酬。但是他承认，“以前那种有恃无恐的企业特许权和旺盛的经济活动日子已不复存在。”

可口可乐公司

可口可乐是世界上最大的碳水化合物和糖浆浓缩物饮料的制造厂、市场零售商和经销商。公司不含酒精的饮料产品于 1886 年第一次在美国销售，而现在全世界有超过 195 个国家在贩卖这种饮料。

巴菲特与可口可乐的关系可以追溯到他的童年。他五岁时得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到第一瓶可口可乐，不久，他开始从他祖父的杂货店里以六瓶二十五分的价钱取走可乐，再以每瓶五分的价钱转售给他的邻居。往后的五十年里，巴菲特承认，他观察到可口可乐不寻常的成长速度，但是他仍然购买纺织工厂、百货公司、直升机厂和农耕设备制造厂，即使是在1986年，当他正式宣布樱桃可口可乐将成为波克夏哈萨威股东年会的指定饮料时，仍然尚未购买可口可乐任何一张股票。直到二年后，也就是1988年夏天，巴菲特才开始购买他的第一个可口可乐股份。

原则：简单且易于了解

比较起来可口可乐的业务是非常单纯的。公司购买一些日常随处可见的添加物，将它们混合后制造出一种浓缩品卖给装瓶工厂，然后加入一些材料，将成品销售给零售商、小型商店、超级市场和贩卖机。公司也提供不含酒精的饮料糖浆给泉水零售商，他们再用杯子和玻璃瓶卖给消费者。印上公司商标的产品包括可口可乐、健怡可乐、皮布先生、兰布林麦根沙士、芬达饮料、Tab和Fresca。公司的饮料也包括夏泉水果饮料、Minute Maid柳橙汁、Powerade、雀巢柠檬茶和Nordic Mist。可口可乐企业是全美最大的饮料工厂，公司本身拥有美国厂44%的股权，另外也拥有可口可乐位于澳洲的工厂阿玛提尔53%的股权，该厂不仅对澳洲市场，对纽西兰和东欧市场也很有兴趣。

可口可乐的力量不只是印有它商标的产品，还包括它无与伦比的世界行销配送系统。今天，可口可乐的产品在国际间的销售量占公司总销售量的67%，利润也占公司销售总额的81%。除了可口可乐阿玛提尔之外，公司也在墨西哥、南美、东南亚、台湾、香港和中国大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陆设有分公司。1992 年，公司卖了超过十亿箱的饮料产品。

原则：长期发展前景看好

1989 年，波克夏公开宣布拥有可口可乐公司 6.3%的股票后不久，玛莉莎·透纳采访巴菲特，她为《亚特兰大宪法报》撰写企业动态方面的文章。她问巴菲特一个时常被问到的问题：为什么不早一点购买可口可乐的股票？巴菲特讲述了当时导致他最后做这个决定的想法作为回答。

他表示："让我们想象你已经离开了十年，现在你想进行一个投资，你知道的就是你目前了解的一切，而且当你走的时候你也不能够改变什么，这时你会怎么想？"当然企业必须要简单而且容易理解，当然公司必须在过去几年中表现出许多企业的平稳性，而且长期的前景也必须是看好的。巴菲特解释："如果我对所有的事都胸有成竹，知道市场会继续增长，领导者会继续是领导者，我的意思是世界性的领导者，而我也知道会有大的单位增长，但是我就是不知道有关可口可乐公司的一切。我比较能确信的是当我再回来的时候，它们可能已经广伸触角至其他许多企业上。"

但是为什么在这个特别的时候买进呢？巴菲特的说法是可口可乐的企业特质已经存在了几十年，真正引起他注意的是，可口可乐于 80 年代在罗勃特·葛苏达和唐纳德·奇奥的领导下所做的一些改变。

1970 年代是可口可乐的灰暗期，那十年中发生了许多不幸的事情，例如与装瓶工厂的纠纷，Minute Maid 果园被控告虐待外籍工人，还有环保人士抗议公司使用无法回收的容器，造成国内日益严重的污染问题，而联邦贸易委员会认为公司的独家经销特许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权系统，违反了谢尔曼反托拉斯法，所以控告公司。可口可乐在国际间的子企业也极不稳定，因为公司授予以色列独家代理特许权，所以阿拉伯国家联合抵制可口可乐，造成当地的投资瓦解；日本是公司盈余增加最快速的地区，但也因为一连串的错误而成为战场，其中一个事件是公司制造的二十六盎司家庭号可乐的瓶子爆炸事件：实际上是在货架上爆炸的；此外，日本消费者愤怒指责公司在芬达葡萄汽水中添加了人造焦油作为色素。当公司生产出以真正的葡萄皮来取代时，那些瓶装汽水竟然全都发酵了，结果整批葡萄汽水被倒进了东京湾。

70年代，可口可乐像是一家四分五裂且毫无效率的公司，而不是一家正在调整步伐的饮料工业创始公司。保罗·奥斯汀于1962年担任公司总经理，至1971年，被任命为董事长，尽管有许多问题，公司仍持续赚进数百万美元盈余，但是奥斯汀并未将钱转投资在自己的饮料市场上，他让公司多元化，尽管水投资计划和养虾只有微薄的利润，他仍选择投资其中；奥斯汀也购买葡萄酒酿造厂，但是股东强烈反对这个投资，他们认为可口可乐公司不应该牵扯到酒精；此外奥斯汀不顾一切非难，投下史无前例的大笔金钱在广告活动上。

当时可口可乐的股东权益报酬率为20%，然而税前毛利率却下跌（见图5.14）公司的市场价值在1974年的空头市场结束时是31亿美元（见图5.15），6年后，公司的价值是41亿美元。从1974年到1980年间，公司的市场价值以平均每年5.6%的速率增长，远低于史坦普工业指数；在那6年中，对于公司的每一美元保留盈余，它只创造了1.02美元的市场价值。

奥斯汀的举动加重了可口可乐整体所受的创伤。奥斯汀具有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

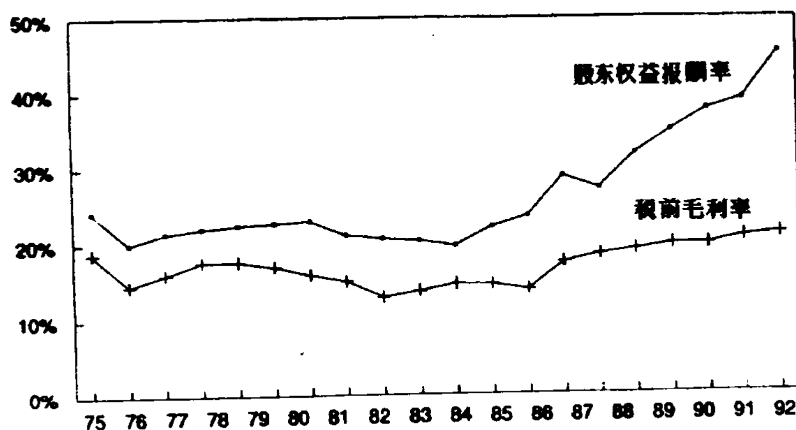


图 5.14　可口可乐公司的股东权益报酬率与
税前毛利率

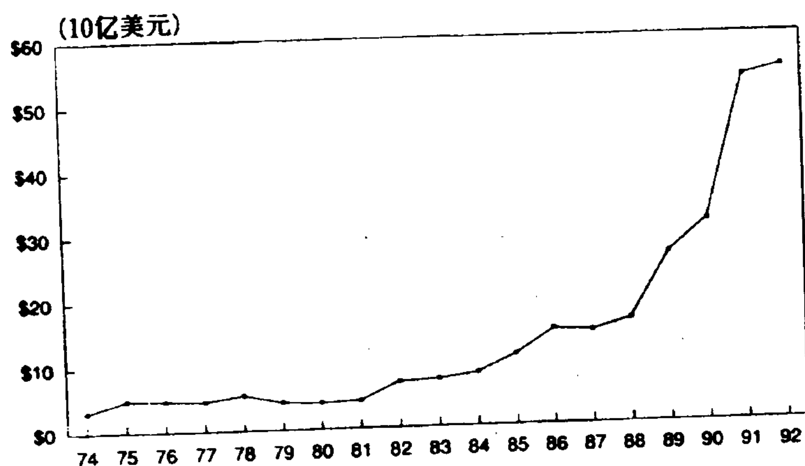


图 5.15　可口可乐公司的市场价值

有威胁性且不易与人接近，不仅如此，他的妻子，吉妮，也对公司有不良的影响。她以现代艺术的方式重新装修总公司，把公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统的诺曼·洛克威尔画作加上灯饰，她甚至订购了一架公司用喷射机，以便她寻找艺术创作品，此举导致了她丈夫的毁灭。

1980年5月，奥斯汀太太下令不得在公司的公园里举行员工午宴，因为她抱怨他们将食物掉落在修整好的草地上会吸引鸽子，这使得员工的士气大为低落。罗伯特·伍德洛夫，公司九十一岁的创办人，在1923年到1955年领导可口可乐，目前仍是公司财务委员会的主席，当他听到这个消息后觉得忍无可忍，他要求奥斯汀辞职，让罗伯特·葛苏达接替这个职位。

葛苏达在古巴长大，是可口可乐第一个外国籍的董事长，他的乐观外向一如奥斯汀的谨慎一般。葛苏达上任后的第一个行动，是将公司里最重要的五十名管理者召集到加州棕榈泉开会，他说："请你们告诉我，我们做错了哪些事，我想要知道一切；而一旦问题解决之后，我要求100%的忠贞，如果有任何人不满意，我们会给你很好的补偿，然后跟你说再见。"这次会议订出了公司"80年代的策略"，一本九百字的小册子，列出可口可乐整体的目标。

葛苏达鼓励他的管理人员冒险要有智慧，他要可口可乐重新开始，而不是要做一些改变。葛苏达如同许多新上任的董事长一样开始裁减支出，此外，他要求所有可口可乐拥有的企业必须将其资产的报酬做最佳的运用，这些行动很快地产生效果，表现在逐渐增加的利润上。

原则：毛利率

可口可乐的税前毛利率在1980年低到12.9%。毛利率已经连续五年都在下跌，低于1973年18%的公司毛利率。葛苏达就任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后的第一年，税前毛利率上涨到13.7%；到1988年巴菲特购买可口可乐股票的时候，毛利率曾经攀升到19%的新纪录。

原则：股东权益报酬率

在“80年代的策略”这本册子中，葛苏达指出只要一项事业的股东权益报酬率不再能够令人接受，公司将把它裁撤掉。而且，任何新的事业赌注必须有足够的增长潜力以平衡投资。可口可乐已经没有兴趣再为市场中不景气的股票奋斗，但葛苏达主张“增加单股盈余并提高股东权益报酬率，仍然是这场游戏的目的”。董事长的话马上付诸行动，虽然酿酒厂在70年代赚取了20%的股东权益报酬率，但葛苏达并不在意，1983年它被卖给西葛莱姆。他要求更多的回收，而公司做到了。到1988年，可口可乐的股东权益报酬率曾经增加到31.8%。

不论以哪一种方式计算，葛苏达带领下的可口可乐在财务上的成就，都是奥斯汀时期的二到三倍，这种结果可以从公司的市场价值上看出来。1980年，可口可乐的市场价值为41亿美元，到1987年年底，即使股票市场在十月崩盘，可口可乐的市场价值仍增加到141亿美元（见图5.15）。在七年内，可口可乐的市场价值以平均19.3%的年增率增长，可口可乐在这段期间保留的每一美元盈余，都为它创造了4.66美元的市场价值。

原则：坦诚

80年代葛苏达的策略将股东包含在内，他曾写道：“在未来十年间，我们将全面继续接受股东的委托，努力保护及增加他们的投资。为了让股东从他们的投资上得到高于平均的总收益，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择的企业必须有超过通货膨胀速度的收益。”公司的业务要增长，必须有资本投入，但葛苏达要做的不只如此，他还得增加股东价值，为了要达到这个目的，可口可乐逐渐增加毛利率和股东权益报酬率，因此公司能够在支付逐渐增加的股利的同时，也减少了股利支出的比例。在 80 年代，发放给股东的股利每年增加 10%，但付出的比例则从 65%下降到 40%，这使得可口可乐可以将公司大部分的盈余转投资，而在无损于股东利益的情形下维持公司的增长率。

可口可乐在每年的年度报告里，都以陈述公司目标的方式，带出公司财务的检讨和经营方式的议题：“经营主要的目的是不断地使股东权益的价值达到最高。”公司企业策略强调长期现金流量的最大化，为达此一目的，公司将精神集中在高投资报酬率的饮料企业上，努力在现有的企业上增加利益，并善加使用资金。如果这些策略成功了，应该会看到现金流量增加、股东权益报酬率提高，以及增加股东的总收益。

原则：理性经营

现金净流量的成长使得可口可乐能够增加支付给股东的股利，同时在公开市场中买回它的股票。1984 年，公司第一次决定股票回购行动，并宣布将买回六百万股股份。从那年起，公司每年都持续买回它的股份，共以 53 亿美元买回总数达 4.14 亿股的股份，这表示在 1984 年年初公司有超过 25%的流通在外股票。根据 1993 年 12 月 31 日的收盘价格，公司回购的股份其价值达 185 亿美元。

1992 年 7 月，可口可乐宣布到 2000 年，它会买回一亿股公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，也就是公司7.6%的流通在外股票。显然地，由于公司持续且积极地投资海外市场，它应该能够完成这个目标。葛苏达宣称这个回购行动一定可以完成，因为公司可以赚很多的钱。1993年到1996年间，在扣除资本支出之后，公司将会有超过30亿美元的资金来进行股票回购计划。

原则：股东盈余

1973年，“股东盈余”（纯益加上折旧，减去资本支出）是1.52亿美元（见图5.16），到1980年，股东盈余是2.62亿美元，年平均增长率是8%。从1981年到1988年，股东盈余从2.62亿美元成长到8.28亿万美元，年复利报酬率是17.8%。股东盈余的成长反映在可口可乐的股票上。以10年为一个周期来分析，1973年至1982年，可口可乐的总收益以平均每年6.3%的速率增长；1983年至1992年，可口可乐的总收益以年平均31.1%的速率增长。

原则：决定实质价值

巴菲特在1988年第一次购买可口可乐股票的时候，人们问他：“可口可乐公司的价值在哪里?”公司的价值是它有市场平均值十五倍的盈余和12倍的现金流量，以及30%到50%的市场溢价。巴菲特为一个只有6.6%净盈余报酬的企业，付出五倍于帐面的价格，原因是有可口可乐的经济商誉作保证，所以他非常乐意投资。小额投资，公司可以赚到31%的股东权益报酬率。当然，巴菲特曾经解释价格与价值并没有太大的联系。犹如其他公司，可口可乐公司的价值主要是取决于，企业生存期间现金流量的预估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，以适当的贴现率折算成现值。

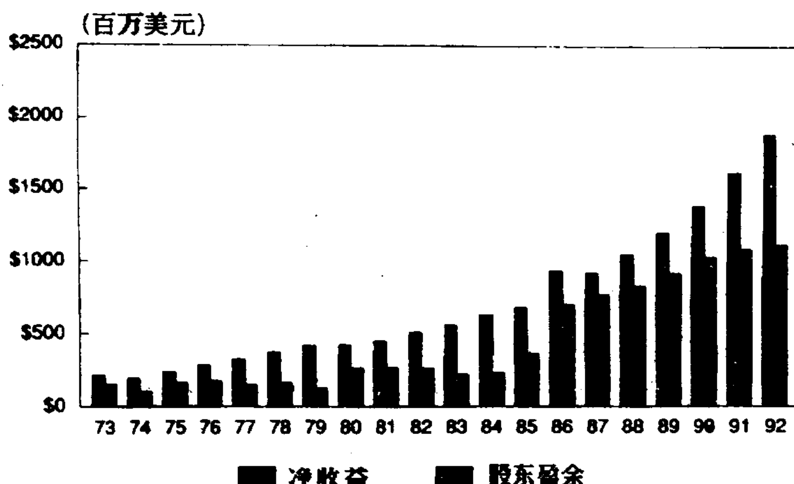


图 5.16 可口可乐公司的净收益与“股东盈余”。

1988 年，可口可乐公司的股东股余（净现金流量）等于 8.28 亿美元（参考表 5.4）。30 年期的美国政府公债（无风险利率）殖利率，大约是 9%。如果在 1988 年可口可乐公司的股东盈余，以 9%的贴现率（我们要知道，巴菲特不会在贴现率中加入风险溢酬）折现，可口可乐公司的价值在当时是 92 亿美元。当巴菲特购买可口可乐的时候，公司的市场价值是 148 亿美元，巴菲特可能花了太多钱买这间公司。但是 92 亿美元是可口可乐公司目前股东盈余的折现价值。因为市场上的其他人乐意付上比可口可乐公司（实值 92 亿美元）实质价值更高的 60%代价来购买它，显示买主将它未来增长的机会也视为价值的一部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.4　可口可乐公司——“股东盈余”分析

（$ 单位：百万美元）

	年销售额	年收入	折　旧	资本支出	股东盈余
73	2 145	215	59.1	121.3	152.8
74	2 522	196	59.5	150.1	105.4
75	2 872	239	67.7	143.3	163.4
76	3 032	285	71.7	182.2	174.5
77	3 559	326	85.4	260.9	150.5
78	4 337	374	95.0	306.0	163.0
79	4 961	420	117.0	409.3	127.7
80	5 912	422	138.0	298.0	262.0
81	5 889	447	144.9	329.6	262.3
82	6 249	512	150.7	400.3	262.4
83	6 829	558	156.0	492.0	222.0
84	7 364	629	170.0	565.0	234.0
85	7 904	678	335.0	652.0	361.0
86	8 669	934	430.0	665.0	699.0
87	7 658	916	153.0	300.0	769.0
88	8 338	1 045	170.0	387.0	828.0
89	8 966	1 193	184.0	462.0	915.0
90	10 236	1 382	236.0	593.0	1 025.0
91	11 572	1 618	254.0	792.0	1 080.0
92	13 074	1 884	310.0	1 083.0	1 111.0
	年　复　利　成　长　率				
1973—1980	15.6%	10.1%	12.9%	13.7%	8.0%
1981—1988	5.1%	12.9%	2.3%	2.3%	17.8%
1988—1992	11.9%	15.9%	16.2%	29.3%	7.6%

当公司不需要额外的资金就能增加股东盈余，主要是利用无风险报酬率和股东盈余增长率相减得出的差来增加利润。分析可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口可乐公司，我们可以发现从 1981 年到 1988 年，股东盈余每年以 17.8%的增长率增长——比无风险报酬率还要快。当这种情形发生时，分析师使用二阶段折现模型。当一家公司在某几年有特殊的表现，并长期以较稳定的比例增长时，此模型就适合用来计算未来的盈余。

我们使用二阶段的流程，来计算 1988 年公司的现值，及其未来现金的流量。1988 年，可口可乐公司的股东盈余是 8.28 亿美元。如果我们假设可口可乐公司在未来十年内能够以每年度 15%的比例增加股东盈余（这是合理的假设，因为这个比例比公司前七年的平均值还低），第 10 年度股东盈余将会等于 33.49 亿美元。让我们更进一步地假设在第 11 年度刚开始时，增长率将会减少到每年 5%，使用 9%的贴现率（那时的长期债券利率），我们能计算可口可乐公司的实质价值在 1988 年为 48.377 亿美元（参考附录表格 A.21）。

我们能假设不同的增长率重复这项计算。假设可口可乐公司的股东盈余在未来十年的增长率为 12%之后则每年以 5%增长，以 9%的贴现率计算公司现值是为 38.163 亿美元。若在未来十年是以 10%的比例增长，以后都以 5%的比例增长，可口可乐的价值将会是 32.497 亿万美元。而且如果我们假设所有的增长率皆为 5%，公司至少仍值 207 亿美元（8.28 亿除以（9%减 5%））。

原则：理想价位买进

1988 年六月，可口可乐公司的价格大约是每股十美元（经股权分割调整之后的结果）。之后的十个月内，巴菲特已取得九千三百四十万股，总计投资了十亿两千三百万美元（见图 5.17）。他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均成本每股是10.96美元。到了1989年年底，可口可乐占波克夏普通股投资组合的35%，这是一个相当大胆的举动。

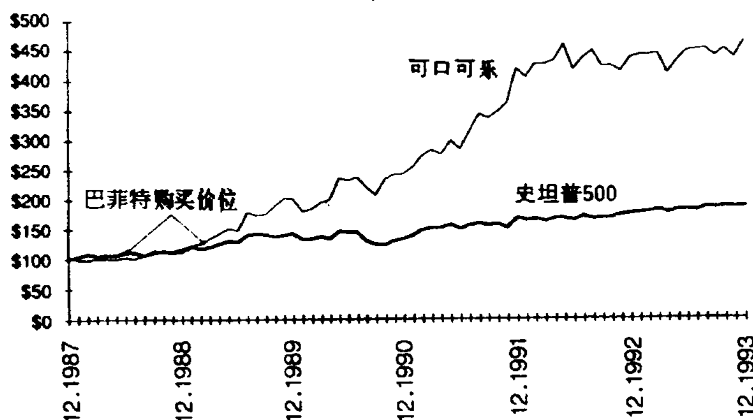


图5.17 可口可乐普通股股价与史坦普500指数之比较(起始日之指数为$100)

从1980年葛苏达控制可口可乐公司开始，公司的股价每年都在增加。在巴菲特购买他第一张可口可乐公司股票的前五年中，可口可乐股票的股价每年上涨18%。该公司的经济状况非常好，所以巴菲特无法以较低的价格买到任何一张可口可乐公司的股票。在这段期间，史坦普工业指数也在上扬。可口可乐公司及股票市场都没有机会让他以低廉的价格购得股票，但巴菲特仍然依市价购买。他再次说明股价与价值之间是没有什么关系的。

在1988年和1989年巴菲特购买可口可乐期间，可口可乐在股票市场上的价值平均为151亿美元。但是巴菲特估计，可口可乐公司的实值大约是从207亿美元（假设股东盈余以5%的比例增长）、324亿美元（假设股东盈余以10%的比例增长）、381亿美元（假设股东盈余以12%的比例增长），到483亿美元（假设股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈余以15%的比例成长)。所以巴菲特的安全边际——实质价值与市价之差额——可能从保守的27%提高到70%。“价值”投资人所观察到的可口可乐公司股票，与巴菲特购买的可口可乐公司股票，并无二致。但因为它的股价与每股盈余、每股帐面价值及每股现金流量相比都太高了，“价值”投资人认为市场高估了可口可乐公司的价值。

原则：一美元的假设

自1988年以后，可口可乐公司的表现变得非常突出。在1992年，它的股票每股从10美元升到45美元，其绩效已经超越史坦普工业指数（见图5.17)。从1987年以后，可口可乐的市场价值已经从141亿美元上涨到541亿美元。当支付28亿美元股利给股东，并由保留盈余的转投资中获得42亿美元的时候，公司已经产生71亿美元的盈余。对于公司所保留的每一美元盈余，它已经创造9.51美元的市场价值。从1988年到1989年，波克夏在可口可乐公司投资的10.23亿美元是值得的。在1992年之前，这项投资的价值达39.11亿美元。

在1988年和1992年之间，可口可乐公司这种富戏剧性的增值，已经减低了可口可乐公司的市价和实质价值之间的安全边际。一些投资人争论可口可乐价值被高估，而且暗示公司很难重复它过去几年来优秀的经济状况和看好的股价涨势。罗伯特·葛苏达的目标是，在公元2000年以前，将可口可乐公司的产值加倍。葛苏达指出，可口可乐公司的经营目标是建立迈向公元2000年的企业组织，他说：“我们在90年代的任务，是将可口可乐公司变成唯一能将产品带到世界上每个角落的行销配送企业。要做到这点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要是借由增加下列国家每人饮用可口可乐饮料的平均消费，如：东欧、前苏联、印尼、印度、非洲和中国大陆等国家，这么一来，公司将会达到加倍销售的目标。虽然这些国家从未达到美国的每人平均消费（每年度每人296个8盎司包装的消费量），但是在这些开发中国家里，任何一点消费额的增加，都会增加许多利润。世界上有一半的人，每人每年消耗少于16盎司的饮料。光靠中国大陆、印度和印尼的那些消费机会，可口可乐公司就能够在下个世纪持续增加其财富。

摘要报告

巴菲特说："随着时间过去，能利用大量资金以取得非常高的报酬率，才是最好的企业。"这项说法与可口可乐公司的情形不谋而合。可口可乐公司是世界上广受认可且被尊敬的商标。由此我们也很容易了解，为什么他会认为可口可乐公司是世界上最有价值的特许权企业。

永久的合作关系

为了要达到股份永久持有，公司必须拥有良好的经济特质和最佳的经营——凡是能干和可信赖的人们，对公司都非常地重要，巴菲特喜欢和这类人共事。华盛顿邮报公司、GEICO、首都/美国广播公司和可口可乐，都是拥有水准以上经济潜力的公司。多年来这些企业的经营者已经证明他们是可以完全被信赖的。他们保护股东的利润，并真正地增加他们的投资价值。每位经营者都不喜欢公司浪费，而且努力追求高利润。他们都了解资金应该被理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性地分配。巴菲特对他与各经营者在工作和私人上的良好人际关系，感到莫大的喜悦，如凯瑟琳和唐纳德·葛兰姆、路·辛普森和比尔·史奈德、汤姆·墨菲和丹·柏克以及罗伯特·葛苏达和唐纳德·奇奥。

巴菲特发现投资上美好的合伙关系弥足珍贵，所以他从不想要放弃他手上持有的永久性普通股。如果将永久性持股与其他企业交换，巴菲特必须重新与新的经营团队发展关系。他不喜欢与这些优秀的经营者结束投资关系，即使如此做可能使波克夏哈萨威增加一些利润，他也不考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　固定收益有价证券

在任何可以选择的时机，他只是寻找一些税后投资报酬率最高的投资。

华伦·巴菲特是投资界里最著名的投资者。因为他在股票市场做了许多明智的决定（在第七章里有详细的描述），同时他也为波克夏的保险公司购买了固定收益有价证券。在选择投资固定收益时，巴菲特会考虑短期票券、中期债券、长期债券和套利组合。他承认他在投资这些不同的项目时，并没有特别的喜好。在任何可以选择的时机，他只是寻找一些税后投资报酬率最高的投资。

我们必须了解固定收益有价证券，只占了波克夏的保险公司投资组合中相当小的比例，尤其是相对于其他保险公司的投资组合，关于这点非常重要。1993 年，固定收益有价证券如定存、债券和特别股占波克夏投资组合的 17%。与绝大多数的保险公司相比，固定收益有价证券大多占公司 60%到 80%之间的资产价值。因为波克夏良好的财务品质和有计划的保险哲学，巴菲特已经能够将大多数波克夏的资产投资在普通股里。一般而言，他对债券并没有很大的兴趣，而且认为它们只能算是平凡的投资。

巴菲特对债券的态度，用“冷感”形容较为贴切。我们可从两方面说明：第一，因为通货膨胀的影响，他预期将来现金的购买力会降低。因为债券收益是以现金方式固定配发，只有对货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期的稳定性比较有信心的时候，巴菲特才会对债券产生较大的兴趣。其次，巴菲特认为应该以企业家的眼光来看债券，而且，大多数固定收益的契约（利率水准）所制定的投资报酬率，都低于企业家的需求。“将债券当做一种企业经营”这个投资方法是颇不寻常的。

假设你投资某企业 1000 万美元，而且获得 12%的股东权益报酬率，和保留它每年全部的盈余，并在第 30 年赚进 3200 万美元，则经此 30 年后，该企业将值 3 亿美元。巴菲特说，如果你现在购买 1000 万美元的债券、并且每年有 12%的利息，再使用这些利息购买更多殖利率 12%的债券，30 年后，你也会有 3 亿美元的资金，而且在最后一年里，你也会赚到 3200 万美元。我们知道美国企业的长期平均股东权益报酬率是 12%。若是如此，他也认为债券是值得做的企业投资。

回顾 1946 年，巴菲特提到一笔 20 年期的 AAA 级市政府债券上市，其殖利率为 1%。他说，这些债券的买主在帐面上虽然赚进了 1%的利润，但在未来 20 年里，除此之外别想多赚得一毛钱。他说，在 1946 年的时候大概没有一家美国企业会相信，买主不能够借由买或卖赚得超过帐面价值 1%的利润。尽管有这些不利的经济解释，固定收益的投资人仍然争购这些债券。而且根据企业经营的标准，这项投资的报酬率明显不足，然而在往后的几年内，投资人仍继续购买债券。

在 70 年代末期和 80 年代早期，债券利率开始因为通货膨胀而上升。1981 年，长期政府公债的利率是 16%，免税的市府公债是 14%。在这段时期，保险公司从发行一年的汽车保单，改变到只发行六个月的保单。在这段通货膨胀快速上升的时期内，保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主管提出了某些使人信服的论点，就是他们不能够估计未来有关修理汽车的费用。更讽刺的是，巴菲特提到在通货膨胀期间，一旦保险主管觉得一年期的汽车保单不合理，便会将它转让，并以30年期固定利率借出现金，购买债券。

巴菲特说，长期债券在这个持续通货膨胀的世界里，是最后一个固定收益长期有价证券。在横跨下个世纪的20年内，那些债券的买主才能陆续从他们的投资得到固定利润。如果保险、办公室、巧克力或新闻用纸的债券投资者，要求在未来30年内有固定收益，一定会被人嘲笑。巴菲特指出，这种财务上报酬方式的不一致，对购买长期债券者不会有任何影响。

虽然在70年代末期和80年代初期，长期债券的殖利率大约等于企业的报酬率，但巴菲特仍不把现金完全投资在长期债券上。在他的脑海中始终有发生恶性通货膨胀的可能性。在此情形下，一般的普通股会失去它真正的价值，但是已流通在外的债券则会遭到更大的损失。保险公司在过渡通货膨胀期间大量投资债券，有可能造成手上投资组合全军覆没的危险。虽然恶性通货膨胀不太可能发生，而且在80年代初期，利率水准也已经考虑了高通货膨胀的可能性，巴菲特仍为自己提出解释，他无忍受判断错误所造成的风险。

虽然如此，保险公司基于他们对保户的责任，公司的一些资产仍必须投资到固定收益有价证券上。至今，巴菲特仍将波克夏公司固定收益的有价证券限制在可转换债券、可转换特别股和发行公司已提拨偿债基金的中短期债券。在购买之前，他要求清除长期债券的高财务风险。这包括与当期殖利率相近且与企业报酬率相近的债券票面利率，以及债券资本利得的可能性。市场常会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错估这些独特债券的价值，而以低于面值的价格交易。

债　券

华盛顿公共电力供应系统

1983年7月25日，华盛顿公共电力供应系统；以捉狭的幽默称之为“woops”）宣布它无法偿还22亿5000万美元的市府公债的利息及本金，此公债系提供给两个尚未完成的核子反应器（计划四和五）作为工程经费。该州规定地方的电力管理单位，可以不必为它们以前曾经答应购买，但现在已取消了的电力，付费给WPPSS，而最后WPPSS也没有要求付费。法院的判决导致这次大量的市政债券违约，并成为美国历史上最严重的一次。债券违约事件以及后续的价格崩溃，使得公共电力债券市场萧条了好几年。投资人卖掉持有的公共设施债券，迫使债券价格下跌，而提高当期殖利率。

WPPSS计划四五的受挫，也连带造成计划一、二、三蒙上阴影。巴菲特解释，现在计划四五与计划一、二、三的签约条件及必须担负的义务，有相当大的差异。前三项是提供电力运转的公用事业，也是由政府机关波恩维尔电力管理公司直接负责。然而，可能是因为计划四和计划五的问题太过严重，以致于降低波恩维尔公司的信用状况。

巴菲特评估持有WPPSS计划一、二、三的市府公债的风险。这些债券当然有违约欠款，和在债券偿付期间内暂时停止支付利息的风险。而且这些债券的价值仍然基于某些因素，而有一个上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限，他即使能够以面值的折价购买到这些债券，但到期时其价值仍是面额还本。

在计划四和五违约不久之后，史坦普暂停计划一、二、三的债券等级评定。计划一、二、三最低价的息票债券掉到一美元只值 0.4 美元，而且产生 15%到 17%免税的当期殖利率。最高的息票债券则下跌到 1 美元只值 0.8 美元，而且产生相似的殖利率。在接下来的一年中，从 1983 年 10 月到隔年 6 月，巴菲特积极购买 WPPSS 计划一、二和三所发行的债券。他购买廉价的息票价券，也购买高价的息票债券。至 1984 年 6 月底，波克夏哈萨威拥有 WPPSS 计划一、二、三共 1.39 亿美元的债券，其面值为二亿五百万美元。

巴菲特说，借由购买 WPPSS 债券，波克夏相当于投资 1.39 亿美元的生意，而这笔生意预计每年可赚进 2270 万美元（WPPSS 每年的附息累积价值）的税后盈余，而且是以现金支付给波克夏公司。巴菲特指出，在当时能不透过借款且以低于帐面价值来买下某家公司，而有 16.3%税后报酬率的机会，可说相当罕见。巴菲特提到，购买一家无负债，且在纳税后仍可以获利 2270 万美元（税前收入为 4500 万美元）的企业，波克夏愿意支付 2.5 亿到 3 亿美元之间的价格。如果这又是他了解、喜欢而且极具发展潜力的企业，他将很乐意支付这个价钱。但是，波克夏公司只支付 WPPSS 债券一半的价格就得到相同的盈余。除此之外，波克夏以面值的三二折买下这些债券。

回顾过去，巴菲特承认购买 WPPSS 债券比他预期的要好很多。的确在 1983 年，那些债券的收益胜过大多数企业的收购计划。当年巴菲特以极低折扣购买的债券，每年支付波克夏公司 15%到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17%免税的利息，这些债券换算成目前的市场价值，是当初购入成本的两倍。巴菲特表示，“虽然 WPPSS 的投资经验是愉快的，但仍不会改变我们对长期债券负面的看法”，“这件事使我们对于高风险的证券有些经验，而这些危险证券在市场上总是负面的评价居多，市场已经对这件事产生错误的评价”。

RJR 奈比斯科债券

在 80 年代，金融市场引进了新的投资工具——高利债券。巴菲特认为这些新的高利债券不同于他们的前身——“堕落天使”，这是巴菲特对投资级债券的称呼，它们在发行时公司营运不良，债券信用评等机构给予甚低的评等。WPPSS 债券就是堕落天使。那些新的高利债券则是低品质的堕落天使，这些高利债券也时常被称为垃圾债券。依照巴菲特的说法，在发行之前，这些高利债券都只是垃圾。

华尔街的证券业务员引用稍早的研究，指出高利率能补偿投资人蒙受债券违约之风险，以提升投资拉圾债券的正当性。然而，巴菲特指出因为这些资料是归纳以前发行的债券，而这些债券和那些垃圾债券有相当大的不同，所以他认为早期的统计资料是无意义的。巴菲特坚持，将垃圾债券和堕落天使视为一样是不合逻辑的。他表示：“应该留心过去财务的绩效证据，如果可以从历史书籍中找出致富的关键，富比士前四百首富应包含图书馆员了。”

进入 80 年代，新发行的垃圾债券泛滥整个市场，使得高利债券变得不值钱。巴菲特说：“那些既粗心大意又不肯认真思考的人，卖出了堆积如山的垃圾债券。”在这种疯狂举债风潮的刺激之下，巴菲特预测，当负债的公司努力挣扎偿还利息时，某些企业是注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定要失败的。在1989年，索司马克公司和粮油食品进出口公司无法支付积欠的债息。甚至肯皮欧公司，一家靠垃圾债券起家的美国零售企业王国，宣布它正面临财务困境。在1989年10月13日，UAL公司的管理阶层及工会想以垃圾债券集资68亿买下公司，但最后宣布它无法获得足够的资金。于是，套利者卖掉手上的UAL普通股，道琼工业平均指数也在一天内下跌了一百九十点。

由于投资人对UAL、索司马克与粮油食品进出口公司的失望，使他们开始怀疑高利债券的价值。基金经理人开始抛售垃圾债券，然而降低高利债券的价格也不能吸引任何的买主。在收益表现杰出的年度刚开始时，美林证券的高利债券指数不足4.2%，相对于投资级债券的14.2%，实在很低。在1989年年底，垃圾债券非常不受市场欢迎。

1988年年初，考柏格克雷维斯暨罗伯特公司向银行借款，加上以发行垃圾债券的融资方式，成功地以二百五十亿美元购买RJR奈比斯科公司。虽然RJR奈比斯科也因此偿还了它的债务，但正逢垃圾债券市场一片混乱，RJR债券价格也连同其他的垃圾债券一起下跌。在1989年和1990年时，垃圾债券在市场上大跌，巴菲特便趁机开始购买RJR债券。

在这段期间，当大多数的垃圾债券看起来仍然缺乏卖相的时候，巴菲特发不平之鸣，认为RJR奈比斯科公司受到不公平的待遇。该公司稳定的产品，能够产生足够的资金偿还借款。此外，RJR奈比斯科公司已经成功地以非常诱人的价格，销售出它部分的企业，因此降低了它的负债与股东权益比。巴菲特分析投资RJR的风险并下结论说：公司信用额度比其他销售债券的投资人所认为的还要高。RJR债券有14%的利润（与企业的报酬率相近），而这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种低价格成为获取资本利得的潜力。

在1989年和1990年，巴菲特以四亿四千万美元的折价收购了RJR债券。而在1991年春季，RJR奈比斯科宣布以帐面价格，购回公司发行的垃圾债券。此举等于使RJR的债券价格上扬了34%。也为波克夏哈萨威创造了一亿五千万美元的资本利得。

套　利

巴菲特有时候会以中期免税债券替代现金。他了解以中期债券替代短期国库券的换券操作，如果被迫在不利的时候卖出这些债券，将要承担资本损失的风险。因为这些免税债券比国库券提供了更多税后收益，所以，巴菲特认为收入上的利益可以弥补潜在的资本损失风险。然而，这不是国库券之外唯一的有利替代方案。当巴菲特手上的现金超过了投资计划所需的资金时，他有时候会转向套利交易。

套利，以最简单的形式而言，就是在市场上购买证券，同时又马上在其他市场上卖出相同的证券，其目的在赚取市场差价。比如说，如果公司的股票在伦敦市场每股是20美元，在东京市场中每股是20.01美元，则套利者可以同时购买伦敦股市的股票，然后将相同的股票在东京股市销售，借此获益。在这个个案中，没有任何资金的风险。套利者只是利用各地市场之间的无效率，从中获利。因为这些交易并未承受风险，所以被称为无风险的套利。另一方面，有风险的套利，是希望以公开的价钱买卖证券而获得利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最典型的风险套利是，以低于公司未来价值的价钱购买股票。这个未来价值通常基于公司的购并、清算、股票收购或改组。套利者所面对的风险是未来股票价格的不确定性。巴菲特解释，为了要评估套利可能的风险，你必须回答四个基本问题：“股票市场中，预期事件发生的机率有多大？你的现金可允许被套牢多久。有什么释出股票的机会——比如说竞争性的购并报价？因为反托拉斯法的限制，或筹措资金的技术问题等，当预期事件未发生时，你要如何处理？”

为了要帮助股东了解套利的优点，巴菲特提到了关于波克夏如何以阿卡他公司来套利的故事。1981 年，阿卡他公司同意将公司卖给一家靠举债收购企业的公司，KKR。阿卡他目前的事业包括森林产品和印刷。除此之外，在 1978 年，美国政府以公权力从阿卡他取得超过一万英亩的红木林地，以扩大红木国家公园的范围。政府以分期付款的方式付给阿卡他公司九千八百万美元，再加上利息为 6%单利的流通在外债券给阿卡他。公司抗议政府以不合理的低价购买这块土地，而且 6%的单利也太低了。在 1981 年，阿卡他公司的价值是它本身的业务及政府潜在的投资。KKR 提议以每股 37 美元的价格购买阿卡他公司的股票，再加上政府支付阿卡他公司总金额的三分之二。

巴菲特分析 KKR 购并阿卡他公司的行动。他提到，过去 KKR 筹措资金的经验相当成功，而且如果 KKR 决定停止购并交易，阿卡他公司会另寻其他的买主。阿卡他公司的董事会已决定卖掉公司。最后需要回答的问题是比较困难的。被政府强制征收的红木林到底值多少钱？巴菲特认为，“无法分辨榆树和橡树的人，反而能冷静地评估所有的报价。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波克夏哈隆威在 1981 年的秋天，以每股 33.5 美元的价格开始收购阿卡他公司的股票。在 11 月 30 日之前，波克夏拥有 40 万股，大概是阿卡他 5%的股份。在 1982 年 1 月，阿卡他和 KKR 双方签署正式契约，在这同时，巴菲特以每股接近 38 美元的价钱，为波克夏增购了 25.5 万千股的阿卡他股票。尽管交易事项很复杂，巴菲特仍愿意以超过 KKR 每股 37 美元的价格收购阿卡他的股票，显示出他认为政府对于红木林的补偿支付价值会超过零。

几星期之后，交易开始进行。首先，尽管巴菲特曾经假定 KKR 当时有筹措资金的困难。房地产业正在暴跌，所以贷方是非常小心的。阿卡他公司的股东会议被延迟到四月。因为 KKR 不能安排所有资金的筹措，所以他们提供阿卡他公司每股 33.5 美元的低价，阿卡他公司的董事会拒绝了 KKR 的提议。到了 3 月，阿卡他公司接受了其他公司的竞价，而以每股 37.5%美元卖掉公司，再加上一半潜在的政府诉讼补偿。波克夏从 2290 万美元的阿卡他投资中，得到 170 万美元的利润，相当于每年 15%的报酬率，这是令人相当满意的利润。

多年之后，波克夏公司终于收到了期待已久，政府支付给阿卡他公司的分期款。在诉讼期间，法官指定了两个委员会，一个负责决定红木林的价值，第二个负责决定适当的利率。在 1987 年 1 月，第一项决定宣布红木林的价值为 2.757 亿美元，而非 9790 万美元。第二项决定宣布适当的利率应该是 14%，而不是 6%。法院判定政府应该付给阿卡他公司 6 亿美元。政府继续上诉，但最后决定付出 5.19 亿美元。在 1988 年，波克夏公司收到 1930 万美元，或阿卡他公司每股 29.48 美元的额外收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特操作套利交易，已有十年的经验。然而大多数的套利者可能每年参与50次或更多次的交易，而巴菲特只寻找一些重大的财务交易事项。他限制自己只参与公开且较友善的套利交易。他拒绝利用股票从事可能会发生接收或绿票讹诈（编注：指溢价收买威胁吞并目标公司的股票）的投机交易。虽然多年来他从未计算过自己的套利绩效，但是巴菲特算出波克夏公司平均每年的税后获利率大约是25%。因为套利时常用来取代短期国库券，因此巴菲特的交易欲望常随着波克夏现金存量的起伏而变动。他解释说，更重要的是，套利交易使他免于松动他自行设定的严厉长期债券投资标准。

由于波克夏公司在套利上的成功，股东可能会猜测，巴菲特是否曾经迷失于这个策略中。一般公认，巴菲特投资所得的利润远比他预期的要好，但是在1989年之前，套利的前景正在改变。举价收购引发市场上对资金的需求过剩，使市场成为无法驾驭的狂热环境。巴菲特不知道贷方和买主何时会清醒。但是当别人眼花的时候，他总是慎重地采取行动。即使当UAL的收购行动崩溃瓦解之时，巴菲特正从套利交易中抽身。借着可转换特别股的出现，波克夏公司很容易地从套利交易中跳脱出来。

可转换特别股

可转换特别股是兼具股票与债券特质的混血证券。一般而言，可转换特别股可提供投资人较普通股高的当期收益。此高殖利率可保护股价免受股价滑落之害。假设普通股股价下跌，那么特别股股价下跌的幅度则不会比普通股大。理论上，要可转换特别股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股价下跌，除非它的当期殖利率趋近于殖利率、面额、到期日差不多的不可转换债券的价值。

可转换特别股也让投资者享有与普通股价格增值的机会。因为它随时可换成普通股，故当普通股上扬的时候，可转换特别股也跟着水涨船高。然而，因为可转换股票提供较高的收益及资本利得的潜力，购价也较普通股高。特别股溢价反映在可转换特别股换成普通股的比率上。传统上，转换的溢价可能是20%至30%。这表示可转换特别股必须在普通股上涨20到30个百分比时进行转换，才不会遭受损失。

当巴菲特开始投资可转换特别股的时候，有许多人感到困惑。最初，大家并不清楚巴菲特这项行动的含义是，对以下这些公司和企业的营运状况表示认同呢？或只是对它们免于被控诉的奖励呢？在当时的情况下，所罗门、吉利、国际冠军和美国航空等公司均被收购集团所威胁。所罗门公司面临被露华浓集团下的罗纳德派瑞门接收的潜在危机。吉利被科尼斯顿合伙公司迫害，迈克·史坦哈威胁要接掌美国航空。国际冠军公司并没有面临迫切的危机，但是由该公司卖给波克夏3亿美元新的可转换特别股（相当于8%的公司股份），也可看出它正努力避免被并购的危机。巴菲特被捧为拯救这些公司对付侵略者的“白色骑士”。

所罗门股份有限公司

1987年，就在十月股市崩盘之前，波克夏哈萨威宣布它以7亿美元购买所罗门公司新发行的9%特别股股份。并可在三年后以每股38美元转换成该公司的普通股。如果波克夏没有兑换这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特别股，那么从 1995 年 10 月起的五年后，所罗门必须赎回该股份。当时，所罗门的普通股是以每股约 33 美元交易。特别股是以高于票面面额 15%发行。换句话说，在波克夏兑换特别股之前，所罗门的普通股必须上涨 15%，才不会发生损失。

1987 年，罗纳德派瑞门企业正试图接掌所罗门公司。当时所罗门的总经理，约翰·葛特福恩德并不认为把公司卖给该企业会有任何好处。葛特福恩德表示："所以我打电话给华伦，而且很快地达成交易。"巴菲特和葛特福恩德相识已久。从 1976 年葛特福恩德协助 GEICO 公司从破产边缘恢复后，巴菲特多次观察到此人如何优先考虑委托人的利益，而非公司的获利。他评论道，在华尔街这种行为相当不寻常。因此他非常信赖而且欣赏葛特福恩德。

从巴菲特的观点来看，所罗门的特别股属中价位、收入固定的股票。而且转换成普通股的可能性相当高。不可否认的，关于投资银行业务的投资，他并没有很特别的洞察力。对于银行业未来的现金流量他也没有很大的信心。巴菲特解释，这种不可预测性，正是波克夏只投资特别股而不投资普通股的原因。然而他相信，假以时日"一股引领风潮、素质高的增资手段和市场交易，会使股东权益报酬率高于平均水准。"如果他说对了，就可证实特别股的转换权是很有价值的。

1986 年，所罗门的普通股曾涨到每股 59 美元——比波克夏所购入的转换选择价高出 55%。如果所罗门在三年内再一次达到这个高点，那么转换后的股票加股利，使波克夏的总获利率可达 88%，或是 29%的年获利率。如果是在五年内才上扬到每股 59 美元，那么波克夏的年获利会是 17.6%。虽然 17%比波克夏自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有价证券获利还低，但是仍胜于大多数的企业报酬，而且几乎是长期债券利率的两倍高。尽管有这种转换的潜力，但巴菲特解释，最令人难以抗拒的还是它具有收入固定的特性。也就是这项特点，使所罗门公司能度过两次前所未有的灾难。

二次灾难

在巴菲特购入所罗门特别股后一个月，1987 年 10 月股市大崩盘发生了（见图 6.1）。所罗门的股价跌落到每股 16 美元。假如巴菲特当初是投资普通股，现在他已经损失掉一半的投资金额了。到 1987 年年底，所罗门股票挣扎到每股 19 美元。从这里算起，若波克夏想要在转换特别股时不赚不赔。所罗门股票必须有两倍的涨幅。到 1988 年，该公司股票上涨 23%，该年度结束时，每股 24 美元。次年亦曾高涨到 29 美元，直到 10 月 13 日股票跌价时才又滑落到一股 23 块美金。最后，到 1991 年股票总算回升到每股 33 美元，也就是巴菲特当年购买的价格。

终于，股票稳健地回升了。在该公司 1991 年 8 月违反美国财政法之前，每股已达 37 美元。之后发生的事情则多半牵涉到巴菲特个人的故事，而非投资的事情。巴菲特表示：“1991 年 8 月 16 日，大约早上六点四十五分，我接到一通所罗门公司高级主管打来的电话，说他们要递出辞呈了。”早在一星期前，该公司就坦承违反国库券拍卖法规，原因是在五月份卖给投标人的两年期国库券中，所罗门控制了其中的 95%。法规中明文规定公司在拍卖中不能够购买超过 35%的总出售物。所罗门公司不但远超过这项限制，而且还隐瞒有关单位好几个月。葛特福恩德在公司违规后不久就知道这件事，他连同其他重要主管被人批评没有及时告知政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

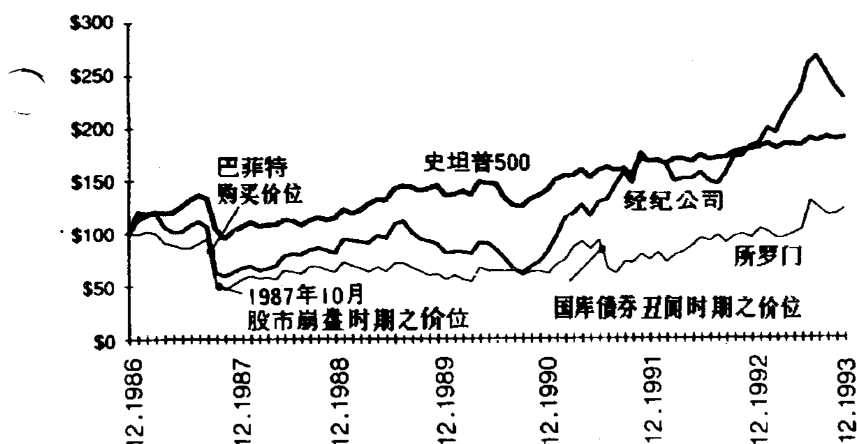


图 6.1　所罗门公司的普通股股价与史坦普 500 和经纪公司指数之比较（起始日的指数为＄100）

府相关部门。严厉的批评使得葛特福恩德除了辞职之外，别无他途。

“这只是小问题”，巴菲特开玩笑地承认道，因为在美国除了花旗银行之外，就属所罗门的负债最多，而且有一半的负债再过几个礼拜就到期了。如果所罗门失败了，那么它对国家财政及波克夏，都会产生巨大的影响。为了向政府、政客、股东和顾客担保所罗门公司是值得支持的企业，直到危机解决时，巴菲特一直担任过渡期的董事长。在调查期间，巴菲特的表现及领导能力带领该公司免于被瓦解的厄运。

之后的十个月，巴菲特指定戴瑞克·毛根担任所罗门兄弟公司的董事长兼总经理，所罗门兄弟公司经营投资银行业务。毛根之前被派驻东京，负责东亚的业务，且绩效甚好。另外，他指派孟杰托尔斯暨奥尔森（查理·孟杰的法律公司）的经营合伙人罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯特·丹汉，担任所罗门的专任律师。丹汉及巴菲特邀集相关的联邦官员针对所罗门违反命令一案进行协商，并赔偿二亿九千万美元和解了事。最后，他重新安排所罗门的经营、主管薪酬和业绩评等。当1992年7月，巴菲特辞去过渡期董事长一职后，他指定罗伯特·丹汉为继任董事长。

信心不灭

在所罗门企业宣布公司违法后，它的股价就下跌到每股只剩16美元。与1987年10月股市大崩盘时的股价相当，之后四年，一直保持大崩盘后的水准。从1991年9月巴菲特接手后，它的股价才又稳定地回升。到1993年12月，也就是丑闻发生后的28个月，股价上涨了193%，也就是每股47美元。尽管奇迹般地恢复，该公司特别股的表现却十分令人失望。自1987年以后，普通股的价格不但不能超越史坦普500种股票指数（见图6.1），反而比其他的经纪商公司表现更差。波克夏投资所罗门的特别股，若转换成普通股和外加股利，最后六年平均回收13%。这项回收显然低于一般企业的平均报酬率，但是也明显地超过其他的中期固定收益证券。

无疑地，所罗门低于水准的增长率多半归咎于不佳的经营策略。这是第一宗由于高级主管的违法行为，而损害到波克夏的投资个案。巴菲特强调，如果他在企业方面评估错误，那是由于他误解公司未来的经济方针，而不是违反经营道德。

巴菲特表示："评估一个人时，你必须看准他的三个特质：正直、智力和活力。然而如果缺乏第一项，另外两项也会害死你。"没有一种经济统计能预测所罗门公司未来的经营问题。但是，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非特在重新委任的名单中加入了非管理阶层的董事，该董事拥有较高的优先权可以保护股东的利润，并确保公司以后能够非常迅速且开诚布公地处理问题。在 1994 年 2 月 3 日和 3 月 4 日之间，巴菲特在一连串十八项不同的交易中，购入了所罗门企业 551.98 万股的普通股。外加先前在 1993 年 11 月购买的 49.52 万股，波克夏哈萨威总共有 600.15 万股普通股和 70 万股特别股。因为身为该公司的普通股股东，巴菲特对此公司的信心更是大增。然而，所罗门仍然是上市公司，它的盈余自然相当不稳定。但是，就巴菲特的观察，喜诗糖果公司的盈余也相当不稳定，圣诞节时它的获利相当可观，七月时却非常冷清。因此巴菲特指出，上天堂的方法不只一种。

很明显地，因为新的经营方式及新的人事安排，使他对所罗门的信心与日俱增。戴瑞克·毛根的薪水紧系在所罗门兄弟公司的股东权益报酬率上。如果公司经营得好，而且股东也获利，那么毛根的薪水也会跟着增加。如果股东利益受损，毛根就准备看紧荷包了。而且有罗伯特·丹汉担任董事长，他也相当放心。巴非特说："它并不像吉利（刮胡刀）或可口可乐般那样容易预测，但是我们有一些人才在经营所罗门。"

美国航空集团

1989 年 7 月，波克夏投资美国航空三亿五千八百万美元，并从可转换特别股中获利 9.25%。该特别股可转换成每股 60 美元的普通股。如果波克夏十年后没兑换，那么美国航空必须买回这些股票。当时，美国航空公司的每股普通股的股价是 50 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特承认，“这项买卖，时机非常巧合。问题就发生在我插手这项交易的时机”。他指出当他投资美国航空的时候，该公司正从派德蒙特航空公司的收购案中获益。此外，航空工业也正在彼此合并。在过去，美国航空一直是令人印象深刻的企业。从1981到1988年，它的股东权益报酬率平均达14%，税前纯益率在8%和12%之间，而公司的市场价值从2亿上扬到15亿美元。

至今，巴菲特对于航空工业仍全然陌生。他不知如何预估这项产业的经济情况。所以，他投资特别股，而非普通股。巴菲特写道：“这不代表我们不看好（美国航空公司）；我们是不可知论者，而不是无神论者”、“对它（航空业）缺乏强烈信心，表示我们在投资这种远景被看好的企业时，必须采取与以往不同的投资结构”。

虽然如此，巴菲特相信在产业情况允许下，美国航空的普通股应该会有不错的表现，如此特别股也会跟着水涨船高。然而，他却学到其他一些事情。

美国航空的问题是由并购派德蒙特航空公司，及航空业本身不合理的行为引起的。巴菲特已经预料到这次的并购案将会发生一些混乱的场面，一般而言，合并时常会发生这种事，尤其在航空业界，困难的合并案更是普遍。还好，美国航空的董事长兼副董事长，爱德·科洛德尼和塞斯·休菲尔德，没多久就修正了那些复杂的购并手续，然而，还是不能避免即将卷入的航空工业风暴。

雪上加霜

航空服务是一种商品。消费者选择哪家航空公司，往往决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于价格。当航空公司要争取市场占有率时，他们会不断地降价。巴菲特说：“航空公司的经济，其恶化速度相当惊人，尤其在采取自杀般的降价策略后，更是如此。”这种降价行为在破产的运输公司中尤其常见。一旦一家航空公司宣告破产后，它就能免于财务危机而继续提供运输业务。为了赚取现金，破产的航空公司会以低于成本的价格来提供服务。巴菲特学到，这种商品服务的问题所在，就是你跟你的对手一样愚蠢。财务健全的航空公司会被破产公司这种愚昧的行为拖累。虽然如此，巴菲特仍认为，除非所有航空公司均被打垮，否则在美国航空的投资一定能回收。

很不幸地，在1991年，航空工业经历了历史上最萧条的一年。在短短的14个月里，中途、泛美、美西、大陆和寰宇几家航空公司相继登记破产。在破产法院的保护和鼓励之下，这些公司都以低于次要公司的最低收费继续营运。破产法院造成的骨牌效应，正威胁着整个航空业。1991年，航空业单一年度的损失远超过自莱特兄弟驾“猫鹰”号首航以来的历年总和。在1991年，巴菲特估计波克夏持有的美国航空特别股的市场价值只有2.32亿美元，比当初的支付价格少了1.26亿美元。“我们给该公司这么低的评价，正反映出这种产业会使所有的参与者，冒着不容忽视的无利可图的风险。”

错误的投资

巴菲特承认，虽然他了解航空公司企业的竞争性，但是他从未想到这一行的决策者，会有这种自掘坟墓的行为。在经历这次事件后，巴菲特认为没有比航空业更不值得投资的企业。这种商品企业具有极大的固定成本和过剩的生产力。尽管航空业致力于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营技巧的改善，但其报酬只能苟延残喘而无法兴盛，巴菲特如此说道。

随着英国航空小额的投资，美国航空生存的潜力逐渐增加。英航投资 3 亿美元，购买该公司 19.9%的股份。这项横跨大西洋的合作意图，是想借助两家航线的结合来运输旅客。美国航空搭载本地旅客飞往英国伦敦希思罗机场，然后改由英航把旅客送往国外。同样地，英航也将欧洲的旅客载往美国，然后改搭美国航空继续他们的旅程。概念上，这样的联盟有相当的道理。当然，联合两家航空公司的服务可是不容易的。

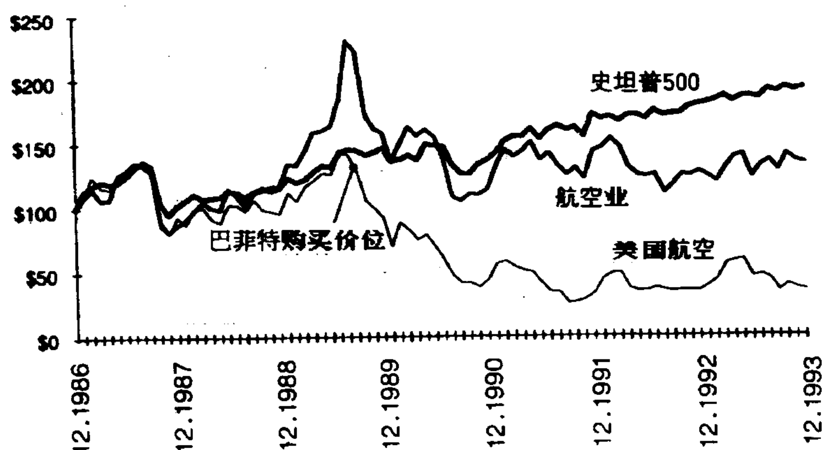


图 6.2 美国航空普通股股价与史坦普 500 和航空业指数之比较（起始日之指数为＄100）

巴菲特坦承："美国航空的投资是一项错误。"就像所罗门企业一样，美国航空的表现不但低于史坦普五百种股票指数（见图 6.2）而且还不如同业。一位哥伦比亚大学的学生问巴菲特为什么投资美国航空，巴菲特说："我的心理医生也问我同样的问题。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“事实上，现在我手边有八百个电话号码，如果我急需购买航空公司股票，只需打通电话说：1 喂！我叫华伦，是位飞机狂’，他们便马上很客气地和我谈。”

国际冠军公司

1989 年 12 月 6 日，国际冠军公司把 30 万股可转换优先股卖给波克夏哈萨威。每股的年累积股利是 92.50 美元。除此之外，一股特别股尚可兑换成 26.3 股（每股 28 美元）的普通股。当波克夏购买其特别股时，冠军公司的股票市价为每股 30 美元。

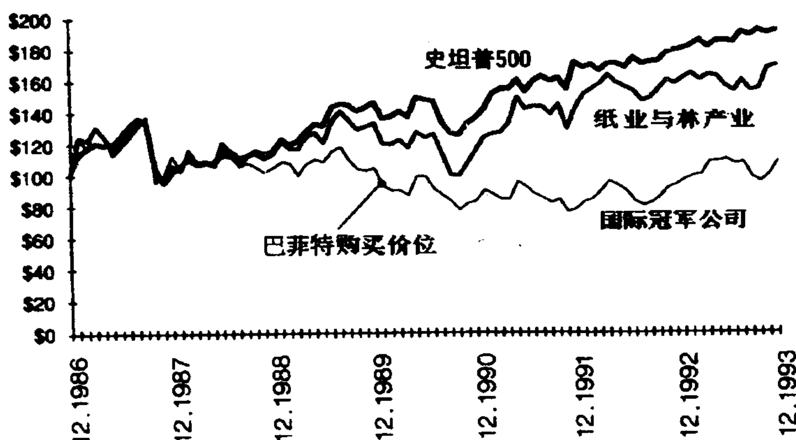


图 6.3 国际冠军公司之普通股股价与史坦普 500 和纸业/林产业指数之比较（起始日指数为＄100）

该公司的董事长兼总经理，安德鲁·希格勒，一直对购并者怀有敌意，他害怕冠军公司很快就会成为购并者的目标（1989 年乔治亚—太平洋企业顺利取得大北方尼可莎公司），所以他力邀巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特来公司投资。波克夏拥有8%的公司股份，而且试图劝阻那些虎视眈眈的购并者。和股票经纪业及航空工业一样，巴菲特也不熟悉林产业。同样地，因为无法预估未来的经济状况，他买进可转换特别股以避免未知的损失。在波克夏投资该公司之前，冠军企业较为不振。几年来，它的股票一直在22和40美元之间波动。在巴菲特购买国际冠军公司特别股的前十年，它的平均股东权益报酬率是7%，虽然在1987年和1989年，其股东权益报酬率曾经高到12%，负债与股东权益比平均为60%，远超过巴菲特可接受的比例。

国际冠军最吸引人的一点就是，该公司是以帐面折价进行交易。所谓帐面价包括高级纸制品工厂和宝贵的木材。公司拥有面积580万英亩的林地，价值15亿美元。如果是其他的买卖，类似这样的木材交易会使公司的土地价格接近26亿美元。当波克夏投资可转换特别股时，该公司曾经从董事会授权的100万股证券中买回其中的280万股。虽然纸业和林产业的经济利益较不令人印象深刻，但是国际冠军公司所持有的木材，其本身价值就无可限量。只要公司卖掉一些木材来买回股票并减少负债，那么股票价格就会如同波克夏一般，不断上涨。

尽管改进的潜力还很大，但冠军公司的进步却非常缓慢。在连续15年的盈余之后，公司在1991、1992年和1993年开始赔钱。纸制品需求量的降低与生产力过剩，导致价格下滑25%，利润和股价不断萎缩（见图6.3）。

虽然冠军公司的短期经济绩效，已经落后在史坦普五百种股票指数以及纸业/林产品指标之后（见图6.3），但持有木材能保持它的长期价值。对于长期投资人而言，“伐木制材业是在通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时最佳的保值方法。根据纪录显示，木材在通货膨胀时，可长期回收高于膨胀率4%到6%的利润。”多年来，巴菲特一直努力避免通货膨胀。对波克夏哈萨威而言，持有冠军公司的木材可能就是渡过通货膨胀的最佳屏障。投资人每拥有一百股国际冠军的股票，就等于拥有5.5英亩的原木。

美国运通公司

1991年1月，巴菲特投资美国运通公司3亿美元。这间公司和波克夏所持有的其他可转换特别股不同的是，虽然它的特别股固定有8.85%的股利，但在发行三年后，所有的特别股必须全部转换成普通股，共计最大总股数为1224.4898万股。如果波克夏所持有的美国运通特别股，其转换价值不小于4.14亿美元，则转换率会自动调降，以限制波克夏应得之普通股的价值。

不同于其他可转换特别股，美国运通公司的特别股设有价格上限。如果到期时的转换价低于波克夏的损益两平价格：每股24.50美元，则该公司允许波克夏延后一年转换。虽然契约中有这么一项规定，但是该公司的股价并没有最低限制。如果届时股价只值20美元，那么依然要照此价格转换。当发行特别股时，它的普通股价格是每股25美元。

在1991年，该公司进行筹集基金的活动。它的经纪公司，西尔森黎曼兄弟公司，在信用卡部门必须挪一部分借款，以补西尔森资金的不足。一连串损失认列之后，资金大幅削减。美国运通公司于该年的债券等级马上从AA降成AA—，这项指标令董事长兼总经理詹姆士·罗宾森相当难堪。此时，GEICO前任董事长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现今的董事会成员杰克·波恩，建议罗宾森就股本投资以立即提高资本价值一事，接洽巴菲特。巴菲特回忆说："我告诉杰克我有兴趣，而他马上叫吉姆·罗宾森打电话和我联络。"一星期之后，巴菲特投资了该公司未公开发行的特别股 3 亿元。

巴菲特为什么接受美国运通公司的限制条件，原因并不清楚。股价上限额度的条件会使波克夏最多只有 37%的收益。如果股价已达 37.53 美元，那么公司赎回股价只要 33.79 美元。然而尽管有这些限制；巴菲特依然想要投资。他承诺会投资 5 亿美元，但是罗宾森只想发行 3 亿美元的特别股。巴菲特提醒读者不要把这次行动视为怪事。"当时对我而言，那是很值得的"。拥有固定收益的另一种方法是购买殖利率 7.5%的长期国库券，以及 6%的短期国库券。

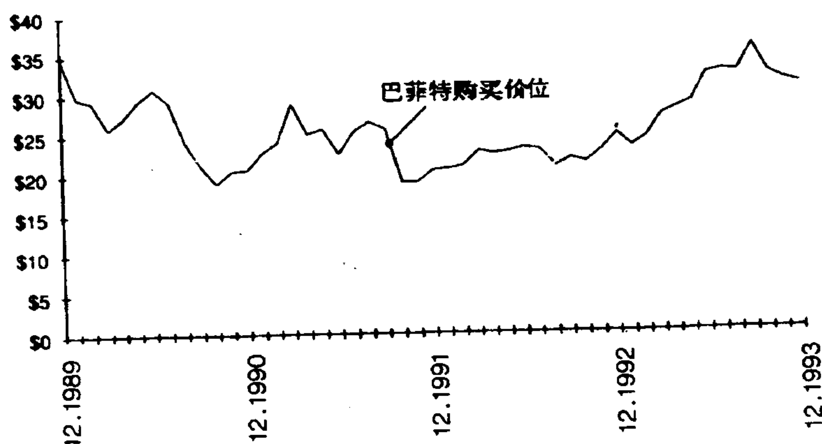


图 6.4 美国运通普通股股价

1991 年 10 月，投资美国运通公司 2 个月后，公司宣布有 2.65 亿万的应付款项，第三四季的盈余减少为以往的 93%。股价滑落

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到 18 美元（见图 6.4）。从那时起，股价一直小幅上扬。到 1992 年，公司把从事资讯服务业的子公司，第一数据 46%的股权卖出，筹措了 9.75 亿的资本。1993 年，公司以 10 亿美元把旗下的西尔森经纪公司，卖给布莱梅瑞卡公司。

除了保留黎曼兄弟公司的投资银行业务和证券交易部门外，1994 年它计划依持股比例，分配资产给美国运通公司的股东。资产分割后，公司就剩下旅游事务部门（信用卡部门）、IDS 财务服务部门（财务规划与投资部门）、美国运通银行，及第一数据公司 54%的股权。

到 1993 年年底，美国运通公司股票涨到 31 美元。如果波克夏以这个价格转换股票，全部获利可达八千万美元。包括股利在内，这两年中平均每年的投资报酬率为 21%。

可转换特别股的真实价值

我们要记住很重要的一点，巴菲特把可转换特别股视作固定收入证券，以及增值的工具。他重视的是每股特别股所代表的普通股增值潜力，而忽略那些它所代表的固定收入。比如说，当所罗门公司的普通股市场价值为 22 美元时，一些新闻界人士就指出，若公司的特别股以 38 美元转换后，会值面值的 60%。巴菲特提出“总括来说，特别股的价值就在于它的可转换性，失掉这种优势的话，无论所罗门公司的附息或购回的条件为何，其价值都是零”。“另外，波克夏的可转换特别股价值主要来自它收入固定的特性”，巴菲特解释道，“所以波克夏可转换特别股的价值不能少于相仿的不可转换特别股，甚至基于转换权的考察衡量，还必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须高于不可转换股”。

巴菲特预期从可转换特别股的投资中，波克夏起码能回收本金外加股利。他也坦承，若获利仅止于此，他会很失望。当然，他了解要使特别股的报酬率更高，必须有表现优秀的普通股。他说：“要达到这个目标，公司需要良好的经营及基本的风险承担能力。”虽然国际冠军公司自波克夏投资后一直营运不佳，但它仍有改进的空间。巴菲特从不期望波克夏可转换特别股的投资会有惊人的利润。然而，他确实希望特别股的利润能超过那些具固定收益的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　有价股权证券

总而言之，巴菲特寻找经济情况吸引人的公司，该公司必须由能维护股东权益的管理人员来营运，且公司的股价必须具有吸引力。

除了在第五章所述及的永久持有普通股之外，波克夏哈萨威也拥有其他五种数量可观的股票。就1993年而言，波克夏拥有通用动力公司14%、吉列公司11%、威尔斯法哥公司12%、联邦住宅贷款抵押公司7%和健力士2%的股份。

在“永久持有”和“非永久持有”之间的主要差异之一是与管理阶层的特殊情谊。就我们所见，多年来华伦·巴菲特不仅与波克夏永久持有普通股的公司经营者保持商务联系，而且经由多年来的互动，已发展出衷心的私谊。

虽然与管理阶层的特殊情谊是影响波克夏是否出售永久持有普通股的考虑因素，但这和是否购买永久和非永久持有股票所考虑的因素是相同的。总而言之，巴菲特寻找经济情况吸引人的公司，该公司必须由能维护股东权益的管理人员来营运，且公司的股价必须具有吸引力。

一旦他购买这些公司，巴菲特是“相当热衷于永久持有此类股票，只要上述公司股票具有令人满意的股东权益报酬率、具竞争力的经营管理能力，且诚实不欺，同时该公司的股票价值也未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被市场高估”。

吉列公司

吉列是国际性的消费品公司。它的营业项目包括制造、销售刀片和剃刀、卫生用品类和化妆品。耐久性的产品则有：电动刮胡刀、小型家电用品和口腔保健用品。该公司在28个国家拥有制造营运据点，同时产品行销超过200个国家。国外的营运量占了吉列销售额和盈余60%以上。

原则：长期前景看好

吉列公司在本世纪交替之际由金·吉列创立。年轻的吉列沉思着要如何创造他的财富。朋友建议他应该发展使用一次即丢，且须置换的消费品。当吉列在做克朗软木塞的业务员时，脑中突然冒出可丢弃式刮胡刀的奇想。1903年，他初试啼声的公司开始以五美元的价格，销售25片可丢弃的吉列安全剃刀刀片。

今天，吉列在是世界上制造与行销刀片、剃刀方面的领导厂商。它的市场占有率是64%，遥遥领先第二大厂——舒适牌刮胡刀（Warner-Lambert's Shick，有13%的市场占有率）。领导世界市场的不凡表现，已使得“吉列”在许多语言中，成为“刮胡刀”的代名词。吉列在欧洲的市场占有率为70%，在拉丁美洲为80%，而在东欧、印度和中国大陆的销售市场则正在扩大中。在美国本土每卖出一片吉列刮胡刀片，在海外市场便可卖出五片。剃刀刀片的销售金额约占公司总销售额的三分之一，并创造了公司三分之二的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则：稳定的经营史

很少公司可以像吉列主宰其产业这么久。它在 1923 及 1993 年都是剃刀和刀片的领导品牌。想要维持霸业，公司必须在研发改进产品上面投入数以百万计的美元。即使威金森在 1962 年，首先发展出套式不锈钢刀片，吉列仍很快地反击，并且认真工作以保持它作为刮胡刀产品的世界领导创新者的地位。1972 年，吉列发明了普受消费者欢迎的双刀锋 Trac 2。1977 年，公司引进了旋转刀头式的阿特拉剃刀。就在最近，1989 年，吉列又发展极为流行的感应式独立悬吊式刀片。吉列持续的成功是来自产品的不断创新，和保护其专利权的结果。

虽然这是个令人欣羡的公司，但是吉列也曾在 1980 年代的初期经历过财务困难。不像其他靠运气窜起成功的公司经常会扩充企业规模，吉列总是保持公司的经营品质。吉列在 1980 年代的总经理——柯尔曼·默克勒采精简式的营运管理，如减低成本、减少劳工的雇用并结束表现不佳的业务部门。在他的领导下，年生产力增加 6%。

公司暂时的损失是发明便宜且用后可丢弃剃刀的结果，它使毛利率迅速减少。1974 年，BIC 将可弃式剃刀引进希腊。最初，一般猜想这产品只会占有 10%的刮胡刀市场，没想到，竟席卷了 50%的市场。吉列，早在 60 年代就曾对威金森引进套式刀锋的作为感到惊讶，因此能立刻用它自己的可弃式剃刀对 BIC 的威胁作了反击。在强力的促销下，吉列很快地取回市场的领导地位（然而，即使吉列可抛弃式刮胡刀已属高价位，公司的毛利率亦不可避免地受到侵蚀）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吉列最后以感应式刮胡刀击败了BIC公司的强力竞争。吉列估算45岁以上的男性人口占了一半的刮胡刀市场，他们愿意为一支紧贴而平滑的刮胡刀支付较高的价格，而感应式刮胡刀正是这种刮胡刀中的佼佼者。由于不愿冒失去高品质刮胡用品制造者形象的风险，吉列全面停止可抛弃式产品的广告，并全力将促销资源用在感应式刮胡刀上。这种作法虽然冒险，但是也获得了回馈。

80年代，吉列是家活力和创新兼具的消费品公司。从公司内部比从公司外部更可以清楚地看出这一点：在内部，研发小组从事发明令人鼓舞的新产品；从外部看，投资人也可以观察到一些其他东西。因为来自低毛利、可抛弃式剃刀的竞争，吉列看起来更像一个成熟、成长缓慢、准备被购并的消费品公司。从1981到1985年，税前毛利率在9%和11%之间盘旋。股东权益报酬率（见图7．1）虽然有20%，但一直持平，不见进步的迹象。收入的成长亦是一副不振之相。在1981与1985年之间，年收入以5.2%的速度成长（见图7．2），销售额几乎不曾变动，年增长率低于1%。简而言之，公司营运状况相当萧条。

默克勒在这段期间打发了四个有心并购者，其中在1988年时，与康尼斯顿合伙公司的激烈对峙是整个事件的最高潮。吉列差一点不能赢得股东委托人的投票支持，只获得52%的支持票。但是同时，公司也强制自己必须以每股45美元的代价，买回1960万股的股份。吉列流通在外的股份，由55%降到35%。在1986年和1988年之间，公司用负债取代了15亿美元的股东权益，使得吉列曾出现一段短期的负净值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

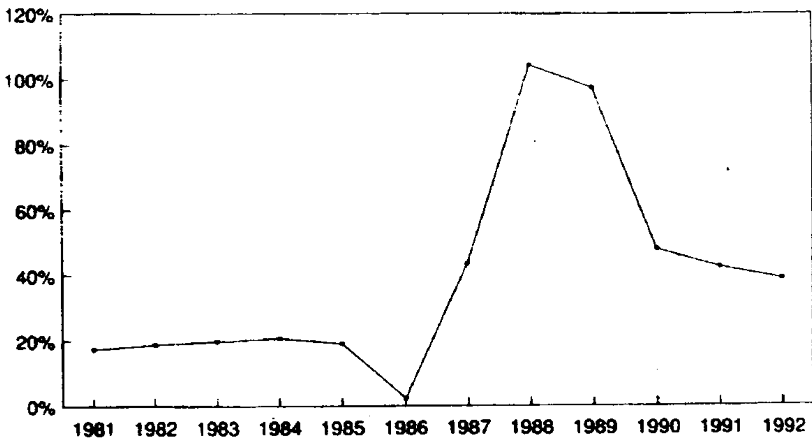


图 7.1 吉列公司之股东权益报酬率

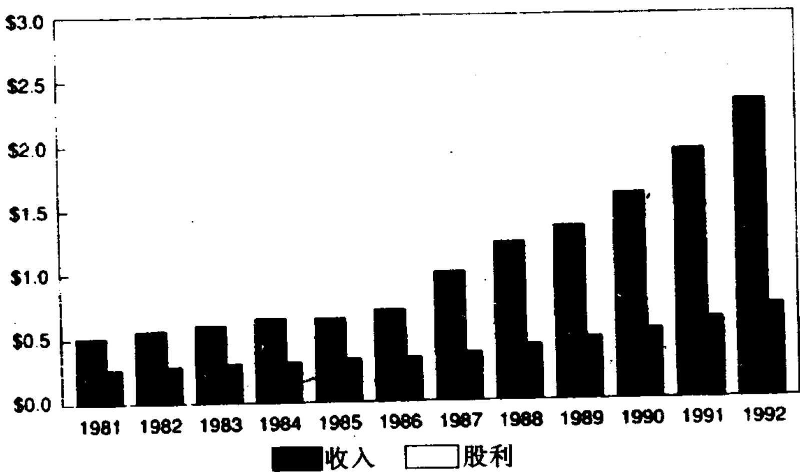


图 7.2 吉列公司收入与每股股利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则：简单且易于了解

在这个时候，巴菲特打电话给他的朋友，约瑟夫·西斯卡——吉列董事会中的一个成员，表示愿意提供波克夏的资金给吉列，以补充其所需的资本。吉列在1989年7月发行六亿美元可转换特别股给波克夏，而且用此资金偿付借款。巴菲特收到年配息8.75%，10年内必须强制赎回的可转换权证，和以每股50美元的代价转成普通股的权利，价格高于当期股价的20%。“吉列的生意的确讨我们的欢心，”巴菲特写道，“查理（孟杰）和我认为我们了解公司的经济状况，因此相信我们能对它的未来可以有合理而聪明的猜测”。1989年，巴菲特加入吉列的董事会。就在同年，他们也推出了感应式刮胡刀，两个巧合皆对公司相当有利（见图7．3）。

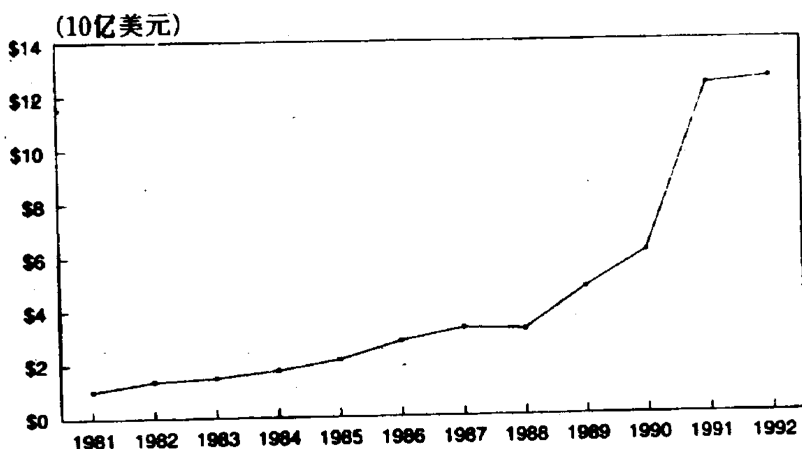


图7．3 吉列公司之市场价值

吉列可转换特别股的条件，使巴菲特不能在两年内进行转换。然而，吉列保有依照票面价格赎回可转换特别股的权利：如果普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通股价格连续二十个交易日超过 62.5 美元的话，将可以强迫转换。在推出感应式刮胡刀之后，吉列呈现一片欣欣向荣。每股盈余开始以每年 20%的速度增长。税前毛利率从 12%增加到 15%，股东权益报酬率到达 40%，是 80 年代早期的两倍。

1991 年 2 月，公司宣布一股分割为二股的股票分割政策。吉列当时的股价是每股 73 美元。既然它已经超过二十个连续交易日股价在 62.5 美元之上，公司宣布购回波克夏的可转换特别股。波克夏进行转换手续，并且得到一千二百万股吉列普通股，亦即吉列流通在外股份的 11%。在不到二年内，波克夏投资在吉列的六亿美元已经上涨到 87 亿美元，除了股利外，尚有 45%的获利。

原则：决定实质价值

既然波克夏拥有吉列殖利率为 1.7%的普通股，及殖利率 8.75%的可转换特别股，那么他在吉列的投资不仅有潜在增值性的固定收益有价证券，还具有股权直接赋予的控制力。如果波克夏想保有吉列的普通股，则巴菲特需要了解吉列的确是好的投资。我们知道巴菲特了解公司，且公司的远景光明。

吉列公司财务的特性包括：股东权益报酬率和税前的毛利率正在增长。加上公司有调升价格的能力，所以能提高股东权益报酬率，这样的事实反映了公司的经济商誉正在成长。默克勒有意减少吉列的长期负债，而且努力于增加股东权益。简言之，公司股票符合了所有值得购买的先决条件。巴菲特要做的最后一件事，就是决定公司的价值，并借此保证吉列的股价不会被高估。

1990 年年底，吉列有 2.75 亿美元的股东盈余（见附录表格 A. 22）。在 1987 到 1990 年之间，股东盈余以每年 16%的速度增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长。虽然用这段期间来判断公司的增长是嫌太短了些，但是我们还是能开始做某些假设。事实上在1991年，巴菲特就曾拿可口可乐和吉列来作比较。“可口可乐和吉列是世界上最好的两个公司”，巴菲特写道，“而且我们预期在未来几年内，它们的盈余会大幅增长”。

1991年初期，30年期的美国政府公债利率是8.62%。为了保守估计起见，我们使用9%的贴现率评估吉列。很重要的一点是：巴菲特未把证券的风险贴水加入贴现率中。吉列像可口可乐一样，潜在盈余的增长超过贴现率，所以我们必须再一次使用二阶段折现模型。如果我们假设10年内有15%的年盈余增长率，之后则以比较缓慢的5%速度增长。那么在9%的贴现率下，吉列的企业价值近乎是126亿美元（见附录表格A. 23）。如果我们假设吉列将来的年增长率低于12%，公司的价值大约是126亿；若以10%的速度增长，公司价值会是108亿美元。

原则：理想价位买进

从1984年到1990年，吉列的平均年获利率是27%。1989年，其获利率曾高达48%（见图7. 4）。1990年，在波克夏转换特别股为普通股之前，吉列股价上涨了28%。1991年2月，吉列的股价到达每股（未分割前）73美元，创下纪录的高点。在那时，公司有9700百万股股份流通在外。当波克夏行使转换权的时候，总股份增加到1900万股，吉列股票的市场总价值是83.3亿美元。

依据对吉列增长率的假设，在转换特别股的时候，公司的市价是以50%（假定吉列的增长率为15%），或是37%（假定吉列的增长率为12%），或25%折算（如果你假定吉列股东将来的增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

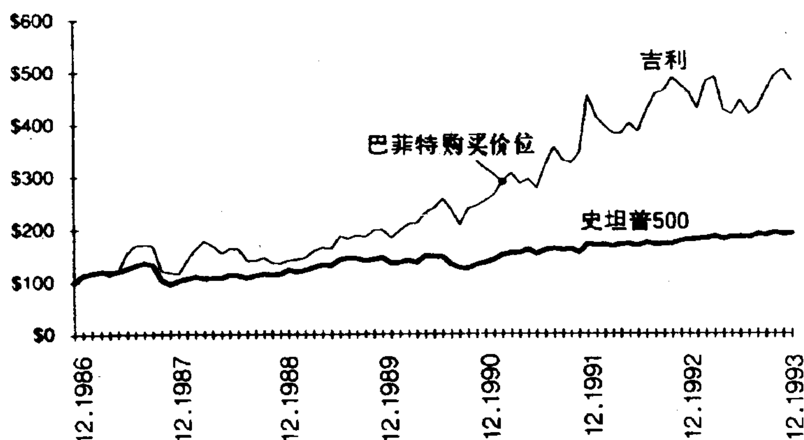


图 7. 4 吉列公司普通股股价与史坦普 500 指数之比较（起始日指数为＄100）

长率是 10％）。在 7％的年增长率假设下，吉列的价值为 85 亿美元，和它的市价大致相等。无论是哪一种假设数值，在 1991 年，相对于这些设定价值，吉列的企业价值并未被高估。

原则：一美元的假设

1992 年即将结束的时候，吉列的股价到达一股 56 美元（在股票未分割前是 112 元）。波克夏的未实现资本利得是 7.65 亿美元，有 127％的报酬率（以六亿的原始投资来作计算）。从 1988 年到 1992 年，吉列的市场价值增加了 93 亿美元。

在这段期间，吉列赚进 16 亿美元，其中的 5.82 亿分配给股东，而保有 10.11 亿作为转投资之用。每保留一美元盈余，公司的市场价值就增加 9.21 元，这种超平均水准的表现反映在和史坦普工业指数的比较上（见图 7. 4）。吉列的剃刀刀片事业是国际化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的受益者。在发展中国家里，剃刀刀片的单位销售额增长率是30%，而且当吉列公司打入印度和中国大陆时，应该会继续以该速率增长。剃刀刀片在发展中国家的营业毛利率，虽不像美国一样有40%，但是，平均而言，可以达到接近20%的水准。

吉列是一家典型企业，初期作的是短锋刀片，毛利较低。随着时间过去，引进了改良型的剃刀，才有较高的毛利。公司为了增加获益，不但增加销售的据点，也持续改善了毛利。

简言之，吉列的前景似乎是一片光明。“每晚就寝睡觉是件愉快的事，”巴菲特说道，“因为知道有二十五亿的男人会在次日早晨刮胡子。”

通用动力公司

通用动力公司在两个泾渭分明的产业中营运。它是美国核子潜艇的领导设计者、建造者，以及装甲车辆的制造者，产品包括美国陆军的M1A1和M1A2战车。1990年，它是仅次于麦道企业的美国国防承包者。通用动力公司为美国提供飞弹系统（战斧、麻雀、螫针和其他先进的巡弋飞弹）、防空系统、太空发射器和战斗机（F—16）。1990年，公司的总销售额超过100亿美元。1993年之前，该公司的销售额是35亿美元。尽管销售额下跌，股东价值却在这个时期增加了七倍多。

1990年，柏林围墙倒塌，这是美国长期冷战结束的讯号。接下来的这几年，共产主义在苏联崩溃。对于每场辛苦赢来的胜利——从第一次世界大战到越南战争——美国必须重整它的国防资源。现在冷战结束，美国军事工业正值另一阶段的重整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991 年 1 月，通用动力公司指派威廉·安德斯担任公司总经理。那时，通用动力公司的股价位于十年来的最低点，每股 19 美元。最初，安德斯尝试说服华尔街人士，即使国防预算缩减，通用动力仍能创造更多的实质价值。

他开始重整公司，希望除去任何会使分析师产生偏见的财务不利因素。他削减十亿美元的资本支出和研发经费，裁员数千人，并执行以公司股价表现为基础的管理人员薪酬计划。

安德斯开始了解国防工业已经发生基本的改变，为了生存，通用动力必须采取比较激烈的步骤，而非只是节流而已。尽管已开始进行初期改组，国防工业仍然面对严重的产能过剩问题，这样无法使国防工业可以继续营运下去。国防预算的缩减最后会导致公司规模相对缩小，或是促使公司发展多元化，或涉足非国防工业，再不然就是取得现成较小的国防业务全部的主控权。

原则：不盲从其他法人机构

1991 年 10 月，安德斯委任顾问作了一项国防工业研究。这项研究的结论是：国防公司并购非国防企业，其失败率高达 80%。该项研究也指出：只要国防工业沉重的产能过剩问题未获解决，就无法有效经营下去。安德斯认为公司要成功，就必须做合理的改革。所以，他决定通用动力将只继续经营合乎下列条件的业务，第一，保持那些市场反映良好的产品，或有市场独占性的产品；第二，产品要能符合规模经济。“即可以平衡研发经费和生产规模，以及经济规模和财务健全之间消长的那些产品”安德斯表示，“产量不足的事业将难逃被卖掉的命运。”

最初，安德斯相信通用会把重心集中在它的四个营运核心：潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水艇、坦克、飞机及太空系统。在这些产业中，通用都是市场的领导厂商，而且，安德斯判断通用仍会在萎缩的国防市场中生存下去。其他的通用企业则被卖掉。

1991 年 11 月，通用把它旗下的资料系统公司，以 2 亿美元的价钱卖给电脑科学公司。次年，公司以 6 亿美元把赛斯纳航空卖给德克斯壮，过不久又把它的飞弹企业卖给休斯航空，售价 4.5 亿美元。不到 6 个月，公司借由销售非核心部门企业，增加了 12.5 亿美元。安德斯的举动引来华尔街的注目。通用的股价在 1991 年上扬了 112%。安德斯的下一波行动，则引来了巴菲特的注意。

原则：理性经营

对于公司持有的现金，安德斯宣布公司会首先满足其流动资产的需要。然后，降低负债以确保财务实力（见图 7.5）。在减少负债后，通用仍然持有超过需求的现金。

在国防预算缩减的状况下，增加产能并没有道理，而进入非国防工业的多角化经营又会导致破产。因此，安德斯决定使用多余的现金，来造福股东。1992 年 7 月，依据标购的游戏规则，逐步降低价格的拍卖条件，通用动力以每股 65.37 到 72.25 美元之间的价格，购买了它流通在外的 30%股份 1320 万股（见图 7.6）。

1992 年 7 月 22 日早晨，巴菲特电告安德斯说，波克夏的保险子公司购买了通用 430 万股股份（见图 7.9）。巴菲特告诉安德斯，说他对通用的经营策略留有深刻的印象，他买股票是因为想投资。9 月，巴菲特宣布只要安德斯保有公司的总经理职务，通用动力的董事会将拥有波克夏股权所代表的表决权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近，绝大多数的波克夏普通股股东，没有人不对巴菲特购买通用动力的股权感到困惑。它没有传统巴菲特购买型态的特质，它也不再是简单而可以理解的公司，它也不具有一贯优异的表现。而且，它更没有被看好的长期远景。公司不但被政府控制（90％的通用动力公司业务来自政府合约），而且国防工业市场正在萎缩。通用动力公司只有少得可怜的收益，和中下等的股东权益报酬率。此外，它未来的现金流量是不可预知的。所以，巴菲特如何能够决定它的价值？答案是：最初，巴菲特并没有以长期投资的角度购买通用动力公司的普通股。他购买通用动力公司的股票，是为了套利。

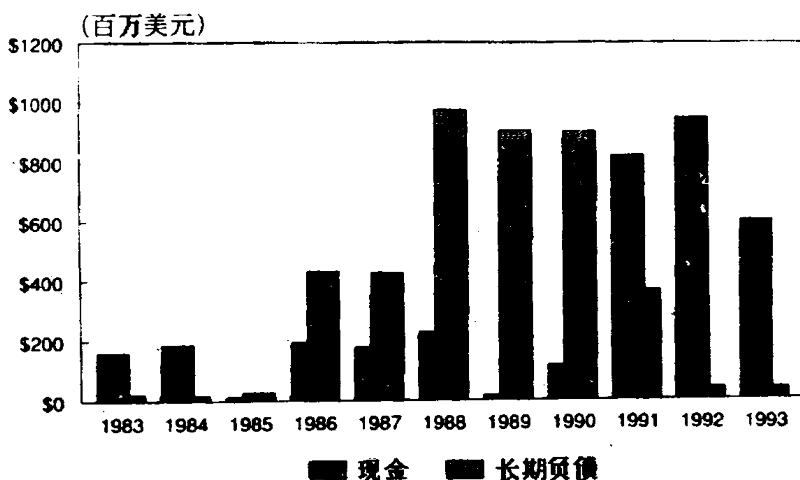


图 7. 5　通用动力之现金与长期负债

“在购买通用动力公司股票一事上，我们是幸运的，”巴菲特写道。“我直到去年夏季才稍微注意公司的动向。当它宣布公司将透过标购，买回大约30％的股票时，我就料到会有套利的机会。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

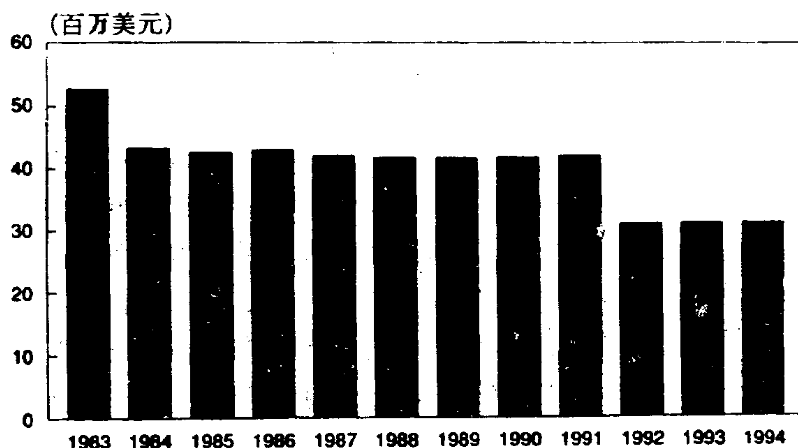


图 7. 6 通用动力流通在外股份

开始为波克夏买进该公司的股票，希望赚得微薄的利润。”因为这是第一次为了套利而购买，所以不适用波克夏投资股票的原则，包括财务和营运表现的一些条件。然而，巴菲特却变增长期的持有者。“但是，之后我开始学习了解公司的经营情形，”巴菲特表示，“以及比尔·安德斯担任通用动力公司总经理的短期表现，我看见的事情，令我眼睛为之一亮。比尔有一条理井然的理性策略；他积极实现其想法，而那成果真是丰硕。”巴菲特不但抛弃了原先套利的想法，反而决定变增长期持有的股东。

显然地，巴菲特对通用动力公司的投资，是对比尔·安德斯是否能抗拒盲从同业不理性行为的一大考验。批评家认为安德斯已经解体了一个公司，但是，安德斯认为只是将公司的未实现价值转换为现金而已。当他在 1991 年就任以后，通用动力公司的市价是帐面价值（见图 7. 7）的 60%。近 10 年来，相对于其他十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家国防工业公司的 17.1%的年平均报酬率，和史坦普工业指数的 17.6%的获利率，通用动力为它的股东创造了 9.1%的年复利报酬率。巴菲特看见一家公司，以低于帐面价值的市价交易，并产生现金流量，且积极展开股权强制过户的方案。此外，最重要的是，经营者不遗余力地维护股东权益。

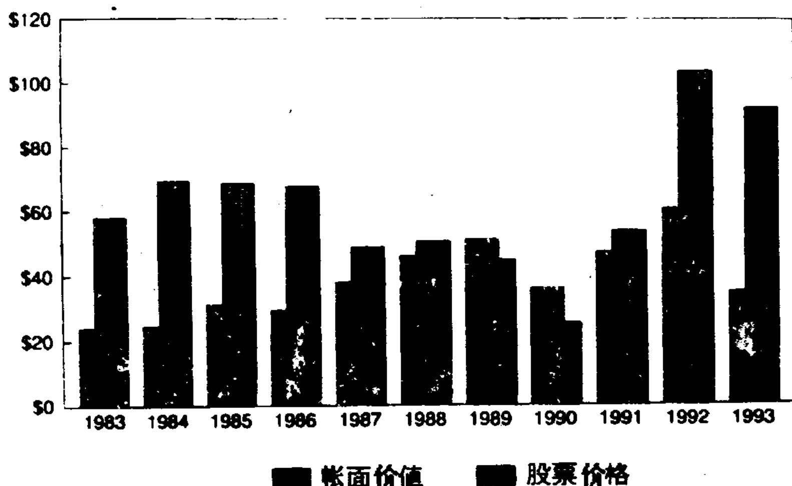


图 7. 7　通用动力之帐面价值与每股价格

虽然，通用动力公司稍早曾认为航空器、太空系统部门会保持其核心地位，但是，安德斯决定卖掉这些企业。航空器企业卖给洛克希德。通用动力公司、洛克希德和波音是下一代战斗机 F—22 的合伙人，各自拥有三分之一的股权。现在，洛克希德已取得通用动力公司里成熟的 F—16 业务，而且在 F—22 计划上，波音变成拥有三分之二强股权的合伙人。太空系统部门则出售给太空发射系统的创造人——马丁·玛丽艾塔。飞机的销售和太空系统提供了通用动力公司 1762 亿美元的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流量再度充沛后，公司再一次分配股利给它的股东。1993年4月，公司发给股东每股20元的特别股利。7月，公司再发给股东每股18元的特别股利。此外，在10月时，又发给股东每股12元的特别股利。1993年，公司发给股东的每股特别股利累计达50美元，而且提高每季支付的股利，从每股0.40提高到0.60美元（见图7. 8）。

1992年7月到1993年年末，只要投资每股72美元的通用动力股票，波克夏就获得2.60美元的普通股股利和50美元的特别股利，且其股价上扬到103美元。既然安德斯开始清算通用动力公司的货币价值，并给予它的股东现金股利，通用动力公司的股票投资收益，不但强过它的同业，并漂亮地超过史坦普工业指数的表现（见图7. 9）。

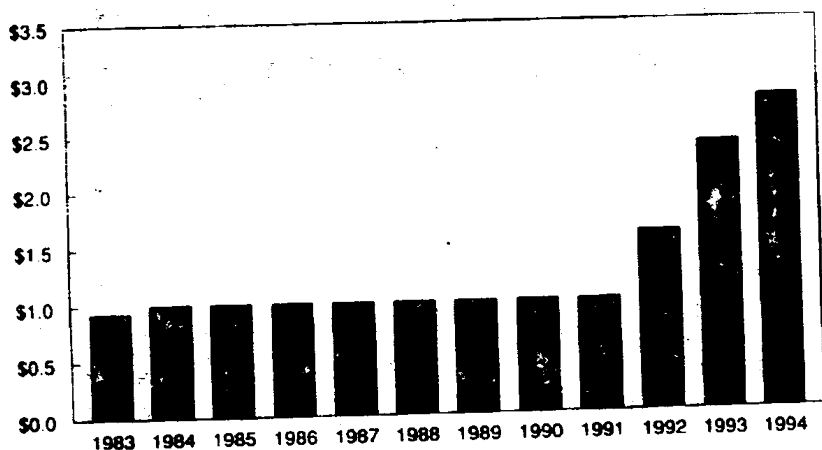


图7. 8 通用动力每股股利

巴菲特将持有通用动力多久？他告诉我们，他将会在股东权益报酬率令人满意且公司前景看好、市场不高估通用动力公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

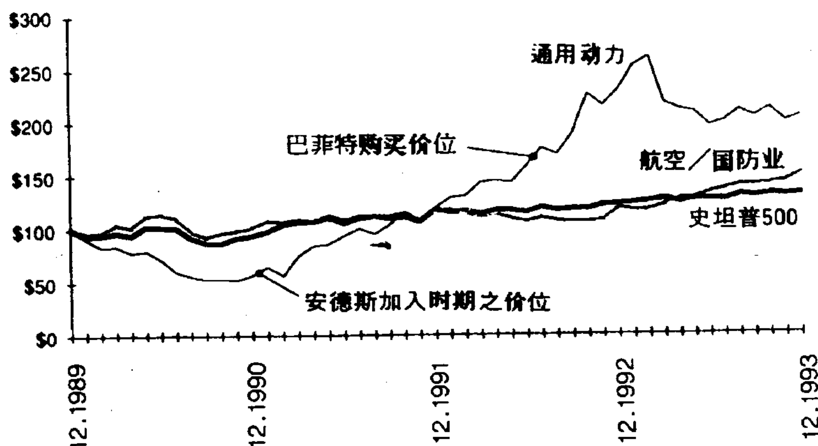


图 7. 9 通用动力普通股股价与史坦普 500 和航空/国防业指数之比较
(起始日指数为＄100)

股票价值，和经营者为诚实有才干者的情况下，才继续持有。在目前的价格下，通用动力是否被高估仍值得存疑。但是，安德斯是诚实且有才干的经营者这一点，是无庸置疑的。安德斯和通用动力公司或许将会成为教科书里的个案，告诉世人他们如何面对不利的产业情况仍有卓越的经营表现。

联邦住宅贷款抵押公司

联邦住宅贷款抵押公司（佛莱迪麦克）是一家大众持股，由国会于 1970 年特许成立和接受政府赞助的企业。依据法令，它的任务是在次级市场里，提供当地居民稳定的住宅抵押业务。佛莱迪麦克购买来自贷方的抵押，集中这些抵押，而且将他们成组证券化。然后，将这些抵押证券卖给投资人。借由联合资本市场和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抵押资产债权人，佛莱迪麦克能够降低放款者和投资人的成本。最后，降低的成本使得住宅买主能够负担得起抵押贷款。

原则：简单且易于了解

佛莱迪麦克的企业目标是明确的。收益主要来源为利差收益，来源有三：首先，公司赚取手续费，用来管理、维护贷方的抵押资产，并向证券投资人保证支付本利。这项手续收入是在抵押保证的期间内赚取，并且也是利差收益构成的最大部分；其次，每个月公司得到来自抵押贷方所支付的本利。在这个利息和本金尚未送达到抵押证券投资人的手上之前，佛莱迪麦克将它投资于短期证券，赚取投资收益；第三，佛莱迪麦克保有它自己抵押品的一小部分，作为投资组合。就和任何其他传统的金融机构一样，佛莱迪麦克赚取投资利息，和这种债务成本之间的差价。这三种收益来源的现金流量创造了企业的收益。

原则：长期前景看好

1992年年初，传统一代家庭的抵押金额达7000亿美元，其中，有64%是经由佛莱迪麦克和它的关系企业费尼梅证券化并卖出。费尼梅（联邦国家抵押公司），也是政府的赞助企业，为居住者提供抵押贷款资金。这两个公司有着相似的结构和相同的业务种类。虽然这两家公司彼此短兵相接互相竞争，他们用高进入障碍的营运手法，迅速成为此增长市场里的两个产品供应独占者。巴菲特说：“双独占是仅次于垄断。”因为它们的主动，和政府赞助的优惠，佛莱迪麦克和费尼梅已经较其他公司在进入抵押次级市场方面，握有更大的竞争的优势。这个竞争优势，未来仍会持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下去。

除了拥有双头寡占生产者的地位之外，这两个公司还享有市场逐渐扩大的甜头。过去20年，传统的一代家庭抵押被卖到次级市场里的比例已经增加不少，预期还会增长。1990年，储贷修正法强制规定：储蓄银行除非拥有分散的抵押证券投资组合，否则必须提列较多的放款损失准备。基本上，新法强迫传统的抵押资产提供者，给佛莱迪麦克和费尼梅企业更多业务，从1988年的33%到1992年60%的抵押须证券化。

1984年，佛莱迪麦克发行特别股给联邦住宅贷款委员会的会员，也就是说联邦贷款委员会的会员成为提供佛莱迪麦克资金的来源。然而，股票的所有权却受限于会员。经过几年之后，因为股票不能反映公司的潜在价值，佛莱迪麦克决定在纽约股票市场公开上市，提供股票供一般大众认购。

1988年，破天荒地，除了联邦贷款委员会会员能够拥有佛莱迪麦克公司的股票外，投资大众亦能持有。1988年，魏斯科相互储金公司增加持有佛莱迪麦克的在外流通股份至4%（见图7.10）。而波克夏哈萨威因拥有魏斯科80%的股权，亦间接成为佛莱迪麦克股票的受益人。

原则：股东权益报酬率

相互储金公司的董事长查理·孟杰，正确地计算出佛莱迪麦克优于传统的储贷公司。因为佛莱迪麦克赚取可观的手续费用与差价，并且同时也避开了利率风险（公司保有小量抵押投资组合）。他注意到：佛莱迪麦克比前10%的顶尖储贷公司更好。这项证据能在佛莱迪麦克的高股东权益报酬率中找到。相较于大多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

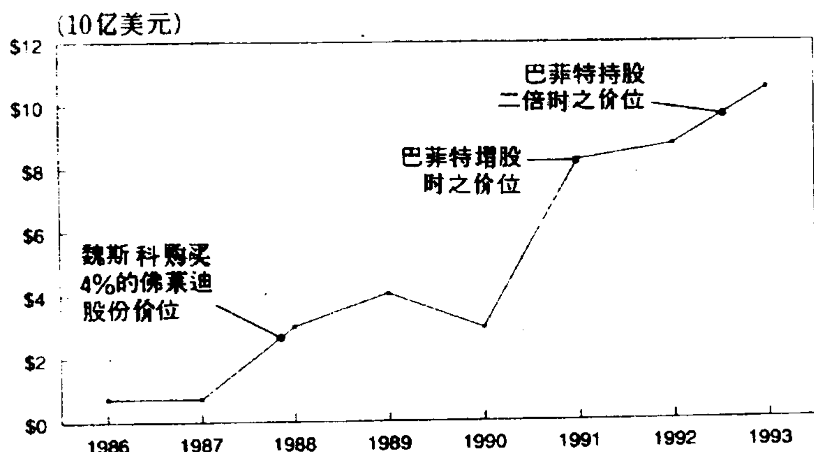


图 7. 10　佛莱迪麦克之市场价值

的储金和放款，这些报酬能在某种程度上被维持的原因是——佛莱迪麦克不需支付存款利息。

原则：决定实质价值

1992 年 4 月，佛莱迪麦克以一股分割成三股的比例分割其股权，现在该公司流通在外的股份达 1.8 亿股。1991 年，波克夏曾经增加它的佛莱迪麦克持股。1992 年，巴菲特开始累积额外的股份，到年尾时，波克夏已拥有该公司 16196700（股份未分割前）股的股份，是它当初持股数的两倍（见图 7. 10)，这项购买意义深远。巴菲持增加 3.37 亿的持有股数，股价在此期间已经上升 182%。波克夏现在拥有 9%的佛莱迪麦克股份。在达成此股票买卖之前，巴菲特早已经明显地看见公司的价值。

1986 年，佛莱迪麦克的净收入是 2.47 亿美元。在 1991 年以前，收益曾经增加到 5.55 亿美元（见图7. 11)。在过去五年来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东盈余以每年 17%的速率增长。佛莱迪麦克公司的价值，不仅包含其目前盈余的折现，也把公司盈余的未来增长一并纳入考量。我们知道巴菲特对佛莱迪麦克的长期远景颇为看好。公司赚取股东权益报酬率也高。所以，它是一个具有增长潜力的企业，因为只有两家公司在竞争。公司经营者努力地控制利率风险，以及勤勉地核对抵押申请人的贷款信用。所以经营者相信佛莱迪麦克仍会在未来几年继续保持每年的高盈余增长。

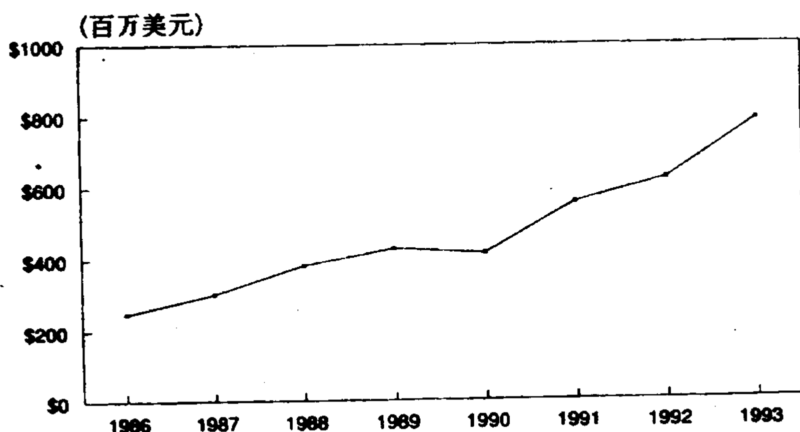


图 7. 11　佛莱迪麦克之净收益

使用二阶段折现模型，最能适切评估出佛莱迪麦克的价值。如果我们假设佛莱迪麦克的盈余在未来十年的增长率为 15%，然后再以比较缓慢的 5%增长，用 9%的贴现率（三十年期美国政府债券的平均收益）折现 1991 年 5.55 亿美元的盈余后，佛莱迪麦克在 1992 年的价值是 320 亿美元（见附录表格 A. 24）；如果我们假设在第一个阶段是以 12%增长，则佛莱迪麦克在 1992 年会有 250 亿美元的价值；如果我们假设在第一个阶段是以 10%增长，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992 年的折现值是 210 亿；如果我们假设在第一个阶段是以 7%的速度增长——这只是经营者所相信的盈余增长率的一半，佛莱迪麦克的身价为 170 亿美元。在这个最低的估计价值之下，巴菲特在 1992 年以公司价值的四三折，买下佛莱迪麦克公司的股票。

为什么在 1992 年，佛莱迪麦克以低于其实质价值的价格进行交易？投资人在想：也许公司未来无法继续保持它的盈余增长。他们怀疑经营者可能会借由增加自己的有价证券投资组合，或放宽低押条件来增加信贷及利率风险，但是没有证据可以证实这些怀疑。也许是因为佛莱迪麦克的股价曾经在 1991 年上涨了 182%（见图 7. 12），所以，投资人不认为价格会再上涨。

无论是基于什么样的理由，在 1992 年，没有任何证据显示佛莱迪麦克的股价被高估。即使我们假定佛莱迪麦克的盈余每年只有 4%的增长率——这是美国国内生产总值的一般增长率，则佛

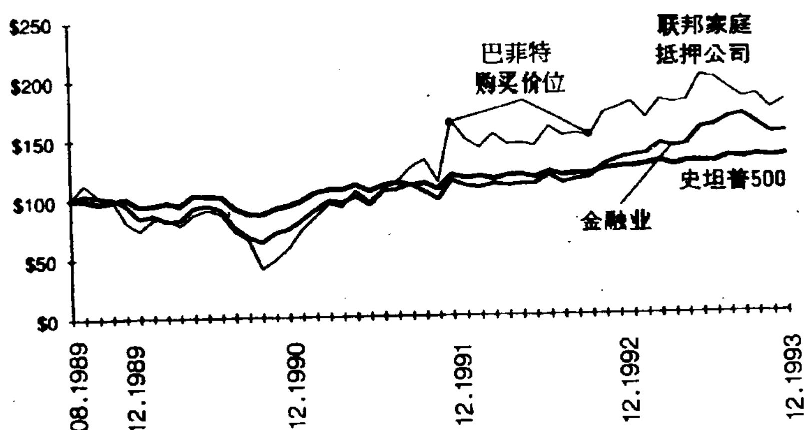


图 7. 12 佛莱迪麦克与史坦普 500 和金融业指数之比较（起始日指数为 $ 100）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱迪麦克的公司价值在1992年仍有111亿美元。

原则：一美元的假设

在1989年至1992年的四年间，佛莱迪麦克赚进了20.28亿美元。在分配过普通股及特别股的股利之后，公司保有15.39亿美元。在这段期间，公司的市场价值从40.33亿增加到87.23美元。公司每保留一美元的盈余，约会增加3.04美元的市场价值。

摘要报告

佛莱迪麦克有着不寻常的历史。它类似政府部门的地位使许多投资人感到困惑。由传统只能借由储贷持有公司的特别股，转变到一般大众皆可持有公司的股票，这种转变是令人费解的。曾经有一段不算长的时间，一些人误认为联邦住宅贷款抵押公司和联邦储贷保险公司注定有相同的命运。巴菲特看穿了这种困惑。无疑地，魏斯科早期对佛莱迪麦克的持股，给予了它某种优势，那优势便是对公司的了解。这了解是任何一个肯花时间调查企业的人都会得到的。巴菲特表示："只有当优良的公司被不寻常的讯息包围，导致股价被错误评价的时候，才是真正大好的投资机会。"佛莱迪麦克正是这种不寻常的股票。股票市场错估公司的价值。那些努力调查、了解公司的投资人，值得因此而获利（见图7.12）。

健力士公司

健力士是一家国际性公司，从事知名品牌酒精类饮料的生产、分销和行销业务。在英国，健力士是第四大净出口商，也是第十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一大公司。就利润而言，健力士是世界最大的酒精类饮料生产公司。健力士有两个主要的营运公司：联合蒸馏酒制造公司（生产烈酒）和健力士国际酿酒公司（生产酿酒）。

联合蒸馏酒制造公司执苏格兰威士忌酒世界销售之牛耳。它生产世界最畅销的苏格兰威士忌酒——约翰走路，以及其他广受欢迎的苏格兰威士忌酒品牌，包括钟牌（Bell，英国最畅销的苏格兰威士忌酒）、德瓦尔白标（美国最畅销、世界销售量第五的苏格兰威士忌酒），和白马陈年老酒（日本最畅销、世界销售量第七的苏格兰威士忌酒）。健力士也生产世界销售量最大的琴酒、戈登琴酒，销售量超越其最大竞争者50%以上。它也生产在美国广受欢迎的进口琴酒——谭克雷。营业利润方面，在1992年，和格兰麦特的5.09亿英镑，西葛莱姆的4.7亿英镑，以及莱昂斯联盟的4.09亿英镑相比，健力士/联合蒸馏酒制造公司则赚进了7.69亿英镑。

健力士国际酿酒公司在产量方面是世界第七大酿酒公司，就营业利润而言则是世界第三大酒厂。健力士的商品分别在44个国家酿造，和在超过130个国家销售。健力士主要的酿酒品牌包括世界第一的健力士黑啤酒，占该公司啤酒产量的40%。健力士也生产竖琴牌和克鲁兹坎伯储藏啤酒、史密斯威克麦酒和凯利伯等。健力士国际酿酒公司的组织划分为四个营运区域：爱尔兰、欧洲、美非和亚太四个地区。健力士国际酿酒公司在1992年的年度销售额为43.6亿英镑，而其营业利润为7.95亿英镑。营业利润的15%来自英国，其余为美国19%、亚太地区20%、欧洲29%，世界其他地区则为17%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则：简单且易于了解

健力士是波克夏对外国公司的第一项重大投资。而巴菲特认为健力士和可口可乐以及吉列，是非常类似的公司；而巴菲特在可口可乐和吉列的经验，使他对投资健力士公司非常地放心。虽然可口可乐和吉列一样，其根据地为美国，然而和健力士相同的是，它们大部分的利润仍来自其国际营运。巴菲特解释说："的确，就赚取利润的地点而言——一个大陆接着一个大陆——可口可乐和健力士表现出强烈的同质性。"然而，巴菲特很快地指出，他不会把这两家公司所生产的饮料给搞混，他仍然是忠实的樱桃可乐迷。

然而，身为一名投资人，可口可乐和健力士之间的相似点是很明显的。两家公司都销售饮料，可口可乐销售世界第一的不含酒精饮料，健力士销售世界第一的苏格兰威士忌酒和琴酒等含酒精饮料。两家公司都了解到它们的国内市场已趋饱和，增加利润的最佳途径，就是将钱投资在新的或是正在冒出头的国家。最后一点，两家公司的饮料都是受世界推崇的知名品牌。由于两家公司的饮料产品在市场均有特许权（产品有差异性、独占性），它们不仅在国际上有销售增长的空间，还因为它们在价格上的定价弹性甚大，因此有赚取超出平均获利率的潜力。

原则：长期前景看好

令人困惑的是，在人们酒喝的越来越少的同时，为什么制酒公司的远景仍被看好？在美国，过去十年有大部分的时间，烈酒的销路以每年三个百分点下滑，全球的销量也不断递减。在 1991

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，波克夏买下健力士的那一年里，自由世界的烈酒销售量下滑一个百分点，为5.25亿箱。然而，当年的健力士总经理安东尼·泰尼特表示，“事实上，在任何企业中，销售量不是企业是否仍有发展机会的理想指标”。

制酒工业体认识到，在美国、英国和北欧等发展已饱和的市场中，消费量渐渐减少的事实。在了解到它们的顾客喝酒减少之后，制酒公司企图说服顾客喝比较好和比较贵的酒。这一经营策略叫做“消费升级（编注：指以高价及高质量商品来取得信誉，并取得较好商业等级的经营政策）。”世界制酒工业的行销广告用词是“要过更好的生活，就要喝更好的酒”。这个广告用词同时被推销到世界上已成熟的工业化市场和开发中国家。烈酒公司赚取到暴涨的利润，乃是精致化的广告行销手段，恰巧迎合了开发中国家日益富裕的生活水准所致。当生活水准提高时，泰国、巴西和东欧国家的人则认为约翰走路、奇维斯、戈登琴酒是成功身分的象征。“健力士有一种了不起的能力，能够把酒当身分表征一般去销售”，查理·孟杰如此表示，“价格越高，代表地位愈尊贵”。

这种市场在美国稍微显得不振。经济不景气已经迫使消费者认为“价值”商标，比那些高价位品牌来得重要。但是产业专家预测：这种购买模式将只是短暂的。酒和香烟不同，绝大多数的酒品消费具有周期性。重视精神层次的消费者不会因价格感到压力，而对酒品的消费有所影响。

酒公司比大多数其他消费品公司先抓住三个重要的概念。它们了解自己的国际商标利润丰厚。约翰走路大约每年贡献给健力士5亿美元的营业利润。老字号的产品有增值趋向，新品牌想要强行打入市场几乎是不可能的。最近的一个新热门品牌是贝利出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品的爱尔兰雪利醇酒，它在1980年进入烈酒市场。

酒公司所抓住的第二个概念是：控制产品在国外市场的定价和行销通路，是相当重要的。公司很快学习到：一旦酒装了瓶输往国外，它原有的珍贵品牌已不在公司的掌握中，随着新商标的取得，酒公司也取得了分销据点。从1986年到1991年，健力士取得全世界的七百个配给点。

最后，酒公司不羞于和它们的竞争者合作。缺乏可口可乐财务的能力、行销系统和资产，酒公司在新市场寻求合资企业。合伙会分散固定成本，但相对地也会分散收益来源。健力士有超过35个合资企业，包括巴卡迪，负责在南美地区销售健力士的产品。最近，健力士已经与轩尼诗形成25%股权的合伙关系。虽然合伙企业近来经营颇为吃力，但是轩尼诗有宝贵的国际商标产品，包括佩瑞格农轩尼诗和御鹿白兰地。

原则：毛利率

饮料产品的制造，不论是否为含酒精成分的，都是非常赚钱的生意。健力士是最有利润的饮料公司，仅次于可口可乐。自1986年购并了联合蒸馏酒制造公司后，健力士的税前毛利率（见图7. 13）已经稳定地上升。购并之前，健力士只是独立的酿酒公司，获利情况类似于安豪森——布斯公司。当健力士取得联合蒸馏酒制造公司的高毛利率烈酒业务后，税前的毛利率一跃为两倍。

健力士对它的负债相当负责。在1986年收购联合蒸馏酒制造公司之后，健力士的长期负债占资本的48%。在往后几年里，健力士积极偿还公司的负债。在1988年之前，长期负债占资本的18%。在1992年，比例上扬到29%，但是仍然比西葛莱姆和安豪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

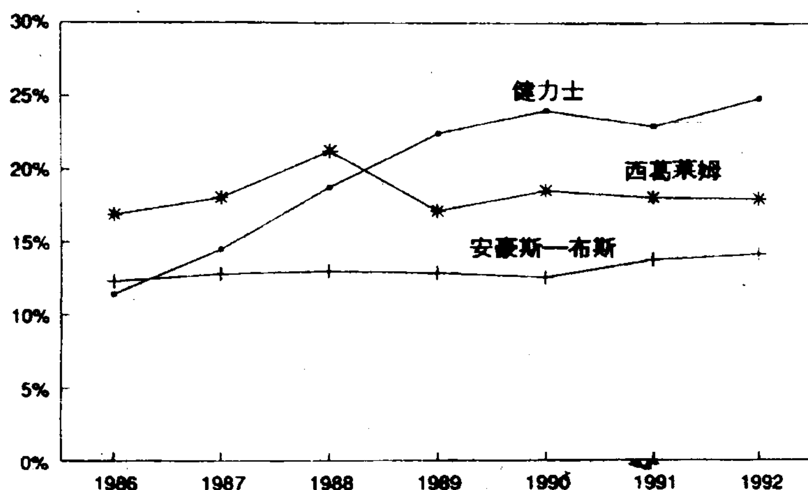


图 7. 13 健力士、西葛莱姆和安豪森—布斯之税前毛利率

森——布斯来得低。

健力士不但能保持低负债比率，最近七年，还以每年超过二十个百分点的比率；增加公司的净收益。自从买下联合蒸馏酒制造公司后，健力士的利润不断增长，较其竞争对手超出许多。然而在此时期，销售增长的平均值不到九个百分点，显示出大部分的收益增长是毛利率拉大的结果；到 1992 年，在公司重组之前，利润增长下跌到只有六个百分点。收益增长衰退的原因来自于全球性的经济萧条，特别是在轩尼诗里的百分之二十五股权绩效不良所致。尽管经济不景气，健力士仍期待能够借由提高其主要烈酒的售价，可以在下一年度增加公司的收益。

原则：决定实质价值

饮料企业吸引人的特点之一，尤其是对烈酒和酿酒工业，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是和这项企业产生的现金流量比较起来，它所需要的资本支出和营运资本相当低。研发的需求不高，而制造费用也仅占销售百分比的一小部分。因此，饮料公司的资本回收速度快，而对一般成功的公司来说，包括健力士，资本回收速度是不断上升的。和可口可乐一样，健力士不但享有相当好的经济商誉，同时也致力于增加这项资产的价值。

1991 年，波克夏哈萨威以 2.64782 亿美元的价格，买下健力士公司3147万股的股份。虽然巴菲特未曾提及以多少的汇率来换算英镑的成本，我们可以 12 个月的移动平均值来计算，汇率大约是 1.76 美元。相对地，在这个汇率下，每一美元可以兑换 50 六辨士（一百辨士等于一英镑）。波克夏所持有的健力士股票，每一股的平均成本为 8.47 美元或 4.81 英镑。在 1991 年年底，健力士流通在外的股票为1952万股。而巴菲特在考虑购买某一股票时，他是以买下整个公司的角度来衡量。虽然他只有购买健力士股份的 1.6%，但理论上，他会乐意以相同的价格买下整个公司。1991 年，巴菲特以每股 4.81 英镑买下健力士的股份。以 19.52 亿股来算，巴菲特等于是以 93.89 亿英镑买下整个公司。

1991 年，健力士的净收益是 6.36 亿英镑。公司有 1.22 亿英镑的折旧和分期摊还费用，及 2.24 亿英镑的资本支出。因此，股东盈余等于 5.34 亿英镑。1991 年美国政府的一般三十年期公债殖利率接近 8.5%。我们确实知道，由于利率持续下降，巴菲特倾向于谨慎使用目前政府的公债殖利率。为了保守起见，在这份评估中，我们将使用 9%的贴现率。如果我们将健力士的股东盈余以 9%的贴现率计算，健力士的价值则为 59.33 亿英镑（5.34 亿英镑除以 9%）。但是和可口可乐与吉列一样，健力士大部分的价值并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不只取决于其目前盈余的折现价值，而是目前盈余的折现价值加上它未来盈余的增长能力。

在1986年收购联合蒸馏酒制造公司之后，健力士的盈余增长以年平均25%的速率增加。然而，在1990和1991年之间，盈余减少到只有13%的年增率，自此之后更持续下跌。当巴菲特在1991年决定购买健力士的时候，他知道公司的盈余增长正从25%下滑，而未来可能会降至较为实际的10%到15%的年增率。利用二阶段折现模型，我们可以计算出健力士公司的价值。如果假设健力士在未来十年内以平均为10%的年增率缓慢地增长，之后则为5%，并将公司的股东盈余以9%折现，公司的价值为209.83亿英镑（请参阅附录表A. 25）。以这个假设的增长率来算，巴菲特等于以其价值的44%买下了健力士公司。

如果我们假设在接下来的几年内，公司以更低的5%增长率缓慢增长，则在1991年，健力士公司的价值为133.5亿英镑（5.34亿英镑除以（9%减5%））。在这低于纪录的平均增长率下，巴菲特以公司价值的七折买下了健力士公司。

摘要报告

几年前，巴菲特承认说由于难以掌握公司的经营状况，他没有兴趣购买外国公司。公司和外国股东之间的沟通，不像国内公司和其国内股东彼此间的联系那么理想。然而，他破例了。当然巴菲特颇感安慰的是他体认到，健力士的企业类型和波克夏持有的最大股份可口可乐相似。了解可口可乐如何运作，以及如何在世界经济中获益，巴菲特比较容易知道健力士如何可以达成它的目标。他也知道诸如可口可乐、吉列和健力士等拥有高价值特许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权的公司，可采自由的方式经营，而仍然能保持中上的投资报酬率。因此在像健力士这样的公司里，股东并不是非常迫切地必须深入了解公司概况。巴菲特身为这家公司的一名外国股东，或许会比他拥有许多不具健力士般经济吸引力的其他外国公司，更来得自信满满。

威尔斯法哥公司

如果通用动力是巴菲特曾经做过的投资中，最令人困惑的，那么威尔斯法哥公司可以说是他最引起争论的一项投资。1990 年 10 月，巴菲特宣布波克夏已经购买威尔斯法哥股票五百万股，以每股平均 57.88 美元来计算，等于投资了 2.89 亿美元在这家公司（参阅图 7.14）。波克夏哈萨威现在是该银行的最大股东，拥有 10%的流通在外股份。

在该年稍早，威尔斯法哥曾经以每股 86 美元的高价上市，直到投资人开始放弃对加州地区银行和互助储蓄银行的投资。他们害怕经济不景气正蔓延到西岸，会导致对商业区和住宅区的不动产市场的大量贷款损失。由于威尔斯法哥是加州银行中，拥有最多商业不动产的一家，因此投资人卖出该公司的股票，而卖空者的行为更加剧其下跌的趋势。威尔斯法哥股票于十月的卖空收益高达 77%，差不多就在同时，巴菲特开始购买它的股票。

在接下来的几个月，波克夏宣称已经成为这家银行的一个主要股东，威尔斯法哥似乎面临重大战斗。一方面，巴菲特对股市抱持多头的观点，花 2.89 亿美元打赌威尔斯法哥的价值会增加。在另一方面，投机者是卖空看跌，打赌威尔斯法哥股价必定将进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

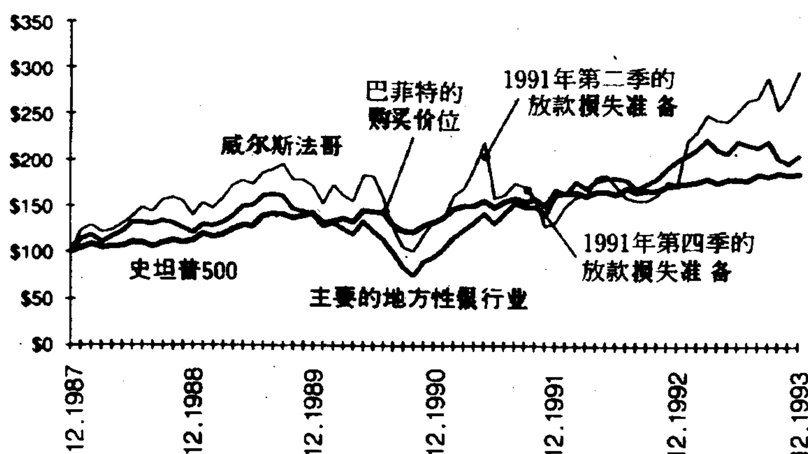


图 7. 14 威尔斯法哥的普通股股价与史坦普 500 和地区性银行业指数之比较（起始日指数为＄100）

一步下跌，因为它在年度中已经下跌了 49%。费西巴哈兄弟——美国最大的卖空者——与巴菲特持相反的看法。汤姆·巴顿表示："威尔斯法哥是死定了，"汤姆·巴顿是为费西巴哈兄弟工作的达拉斯财务主管。"我不认为声称它们为破产大王是正确的，但是我认为虽不中亦不远矣"。也就是说，巴顿认为威尔斯法哥会跌到只剩百分之十几的价格。乔治·莎乐表示："巴菲特是出了名的讨价还价者，也是长期投资者，"乔治·莎乐是保德信证券公司的证券分析师，"但是，加州有可能会变成另外一个德州。"乔治·莎乐所讲的，正是那些曾经在能源价格下滑期间，在德州发生的银行倒闭事件。在贝伦的约翰·利西欧表示："巴菲特毋须担心谁在长期挥霍他的金钱，""只要他不要一直试着选择去买处于谷底价位的银行股。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则：简单且易于了解

巴菲特对银行业务非常熟悉。1969年，波克夏哈萨威购买伊利诺州国家银行信托公司98%的股权。1979年，银行股票法案要求波克夏撤掉所有银行的持股之前，巴菲特在波克夏的年报里，每年都会报导在银行投资的销售额与盈余。银行在波克夏年报里的地位，取代了波克夏其他的控股对象。

杰克·林华特帮助巴菲特了解保险企业的复杂性，而伊利诺州国家银行的主席阿贝格，则教导巴菲特相关的银行业务。巴菲特学到一件事实：银行是有利润的企业，只要经营者谨慎信用放款，而且要尽量缩减成本。"巴菲特表示，我们的经验是：一个习惯用高成本运作企业的经营者，在寻找增加间接费用的方法上，总有不寻常的能力，""然而，一家营运艰困的企业，它的经营者通常会想要继续发现另外可以缩减营运成本的方法，即使和竞争者相比，其成本已经较低了。在这方面，无人能超越阿贝格。"

原则：长期前景看好

巴菲特说，威尔斯法哥不是可口可乐。在任何绝大多数的情况下，很难想像可口可乐会有失败的一天。但是，银行业不同。银行有可能会失败，而且已有许多例子。巴菲特指出，银行之所以失败，绝大多数是因为管理上的错误。银行之所以失败，最大多数的情况是经营者愚笨地放款，而这是理性的银行业者不会考虑的事。在银行业资产通常是其股东权益的二十倍，任何管理上的疏失，甚至只涉及很小部分的资产，都能破坏银行的股东权益。

"然而"，巴菲特说，"银行要成为一个良好的投资标的，这并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是不可能。”如果经营者做他该做的事，银行就能产生 20%的股东权益报酬率。虽然这比可口可乐或吉列赚得少，但它的股东权益报酬率还是高于大多数企业的平均值。巴菲特解释：“如果你是一个银行家，不必要求在你的行业里数一数二。”“你要做的事是：管理你的资产、负债和成本。银行就像保险业，是一个商品企业。而且正如我们所知，在商品企业，经营者的一举一动时常是企业最引人注意的一个特色。在这方面，巴菲特在挑选银行投资时，是挑选经营者最好的银行。”他说：“与威尔斯法哥一起，”“我们认为我们已经获得这产业中最好的经营者——卡尔·雷查德和保罗·海山。从许多方面来看，卡尔和保罗的组合，使我想起另外一组优秀的管理搭档——首都/美国广播公司的汤姆·墨菲和丹·柏克。每一对搭档组合都强过他们公司其他力量的总和。”

原则：理性经营

1983 年，卡尔·雷查德成为威尔斯法哥企业的董事长，他开始把死气沉沉的银行转变成会赚钱的企业。从 1983 年到 1990 年，威尔斯法哥的平均获利率为 1.3%，而且平均股东权益报酬率是 15.2%。1990 年，威尔斯法哥以 560 美元的资产，成为全美第十大银行。雷查德，就像巴菲特喜欢赞美的许多经营者一样，深具理性。虽然，雷查德尚未着手进行股票买回或发放特别股利的计划（这些全是有利于股东的措施），他已经使公司的股东蒙利了。和首都/美国广播公司的汤姆·墨菲一样，雷查德也是缩减成本的经营传奇之一。一旦成本被控制住，雷查德从不让成本再度增加，他持续改善了威尔斯法哥的获利情况。

在衡量银行的经营效率时，分析师可比较公司的非利息支出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占公司净利息收入的比例，这个比例是用来测量银行的营运费用占净利息收入的百分比。威尔斯法哥的营业效率是20%至30%，比第一州际银行或美国银行还好（见图7.15）。雷查德经营威尔斯法哥的方法，就像其他的企业家经营他们的企业一样。“我们试着像是经营一家企业来管理这个公司，”雷查德表示，“二加二等于四，而不是七或八。”

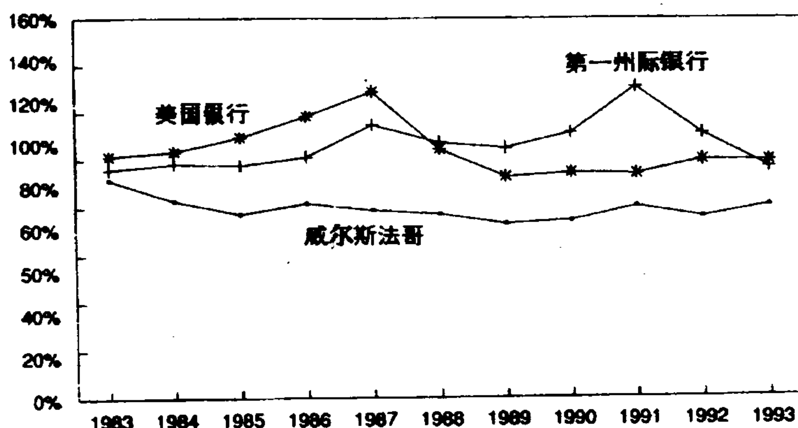


图7.15 美国银行、第一州际银行和威尔斯法哥三家银行，非利息费用占公司净利息收入的百分比

当巴菲特在1990年买进威尔斯法哥的时候，该银行是国内任何主要银行中，对商业不动产放款最高的银行。威尔斯法哥的商业放款高达145亿美元，是它股东权益的五倍。因为加州经济不景气正在恶化，分析师推算银行的商业放款中，有一大部分将成为呆帐。它也正是导致威尔斯法哥的股价在1990、1991年下跌的原因。

随着联邦储贷保险公司的崩溃，金融检查人员严格地分析威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔斯法哥的贷款投资组合。他们迫使银行在1991年拨出13亿美元作为呆帐准备，并在下一年度再提列12亿美元作为该年的呆帐准备。因为准备金是每季拨出，投资人开始对每次的提列金额感到神经紧张。银行并非一次足额提列放款损失准备金，而是在二年内慢慢提列。投资人开始对银行是否会继续撑到它的放款问题获得解决，感到怀疑。

1990年波克夏宣布它拥有威尔斯法哥的所有权之后，股价明显地在1991年年初上扬，达到每股98美元，为波克夏赚取了2亿美元的利润。但是之后，在1991年六月，银行宣布另外一笔放款损失准备的提列，造成股价在二天内下跌13点（或十三美元），成为每股74美元。虽然股价在1991年的第四季后稍微地回升，但可明显地看出：威尔斯法哥必须为它的放款损失再增拨另外一笔准备金，这将使盈余减少。在1991年年末，威尔斯法哥的股价以每股58美元收盘。之后，波克夏对威尔斯法哥的投资是损益平衡。巴菲特承认：“我低估了加州的经济不景气，和那些公司的不动产问题。”

原则：决定实质价值

1990年，威尔斯法哥赚了7.11亿美元，比1989年增加了18%。1991年，因为提列了放款损失准备，威尔斯法哥只赚进二千一百万美元。在1992年，公司盈余小幅增加为2.83亿美元，但仍然小于公司前两年盈余的一半。银行的盈余和它的放款损失之间的关系是互为消长的（见图7.16），这点并不足为奇。但是，如果你将威尔斯法哥的放款损失准备从公司的损益表移开不看，你会看到公司的盈余动力（见图7.17）。自1983年以后，银行的净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利息收入已经以 11.3%的速度增长，而它的非利息收入（投资费用、信托收入、存款管理费用），也已经以 15.3%的速度增加。如果不考虑在 1991、1992 年所提列的放款损失准备，银行大约有赚进 10 亿美元的盈余获利能力。

一个银行的实质价值是它的净值加上永续预期盈余的函数。当波克夏哈萨威在 1990 开始购买威尔斯法哥股票的时候，该公司在上一年度已经赚进 6 亿美元。在 1990 年，30 年期美国政府债券的平均收益大约是 8.5%。为了保守起见，我们可以将威尔斯法哥在 1989 年的盈余 6 亿美元以 9%的贴现率折现，得到银行价值约为 66 亿美元。如果银行在未来 30 年内，每年的盈余至少超过 6 亿美元，它最起码也有 66 亿美元的价值。当巴菲特在 1990 年购买威尔斯法哥银行股票的时候，它的每股股票购进价格是 58 美元。以 5200 万股流通在外股票来计算，这等于以五五折的实质价值购进股权，即支付 30 亿美元购买。

当然，争论焦点在于：究竟，在考虑它所有的放款问题之后，威尔斯法哥是否还有赚取盈余的能力。那些卖空者认为它没有这种能力，而巴菲特认为有。他知道持有威尔斯法哥的股票并不是没有风险。这就是他为波克夏哈萨威建立的理性购买模式。巴菲特表示："加州银行所面对的主要风险是地震，除了危及贷款者，也破坏了借款给他们的银行，""它所面对的第二个主要风险是系统性的，包括一企业萎缩的可能性或严重的财务恐慌，以致不论经营者多么精明地管理它，它几乎仍会危及每一个靠高负债运作的组织。"现在，巴菲特的判断使他发生这两种重大风险的可能性不高。但是，巴菲特仍然有一个重大的风险，"市场最惧怕的莫过于，"他解释道，"西岸的不动产价值将会下挫，因为房屋兴建过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

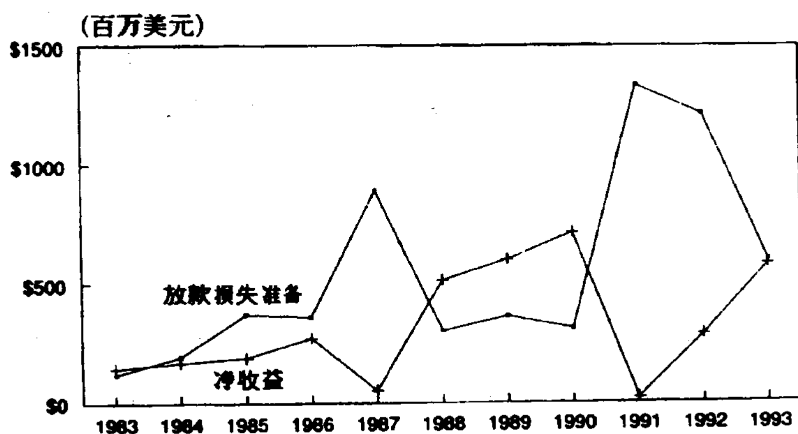


图 7. 16 威尔斯法哥的放款损失准备与净收益

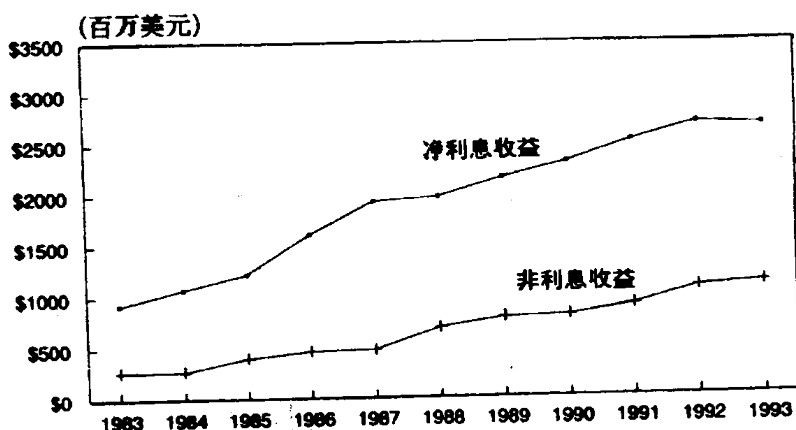


图 7. 17 威尔斯法哥的净利息与非利息收益

剩，而且会造成提供融资扩张的银行极大的损失。因为威尔斯法哥银行是不动产贷款的领导业者，它被认为尤其容易因此而受到伤害。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特知道威尔斯法哥每年在支付平均三亿美元的贷款损失费用之后，仍赚进 10 亿美元的税前盈余。他计算出如果银行在 480 亿美元的放款里，不只包括商业性的不动产放款，也包含了其他所有银行放款，其中 10%是 1991 年的问题放款，并因此产生损失，包括利息损失，平均为放款本金的 30%，则威尔斯法哥会达到损益平衡点。依他的判断，这发生的可能性很低。即使威尔斯法哥一年没赚钱，这想法也不会令人沮丧。“在波克夏，”巴菲特表示，“我们喜欢收购或投资的资本方案，是该年未赚取分文，但预期未来它的股东权益可能增长 20%的企业。”当巴菲特能够以威尔斯法哥五折的公司价值购买该公司股票的时候，威尔斯法哥对巴菲特的吸引力更强了。

“银行业不一定经营不善，可是它经常就是这样，”巴菲特说，“有许多愚蠢的事是银行业者可以避免掉的，但它们却常常干下这些蠢事。”巴菲特描述高风险放款就是一例。当巴菲特购买威尔斯法哥的时候，他打赌雷查德不是愚蠢的银行业者。“所有的赌注都摆在经营者的品质上，”查理·孟杰表示，“我们认为他们将会比别人更快、更好地定位问题，”波克夏的赌注是值得的。1993 年年底，威尔斯法哥股票的每股价格达到 137 美元。

正当监管单位强迫雷查德停止累积呆帐准备金的时候，威尔斯法哥早已超额准备 10 亿美元。他们称它为“卡尔·雷查德的报仇”。汤玛斯·布朗表示：“没有比威尔斯法哥更让监管当局更注意的银行，”汤玛斯·布朗是唐纳森路弗金暨珍瑞特公司的分析师。因为提列非必要放款损失准备，而产生超额的股东权益（每股 19 美元），威尔斯法哥有权选择买回股权，或是提高股利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摘要

华伦·巴菲特对威尔斯法哥的信心继续增长。1992年，波克夏买进更多该银行的股票，使持股增加到630万股，占威尔斯法哥股份的11.5%。然后他利用自联邦准备局拿到的清算超额准备金，再买进该银行的股票，使他在威尔斯法哥银行的股份累加到22%。1993年11月，波克夏再度增加了威尔斯法哥的持股，以每股介于106美元和110美元之间的价格买进。"我不想要开始吹嘘威尔斯法哥的股票或任何事，"巴菲特表示，"我只是认为它是真正的好企业，有最好的经营者，价格也合理。通常也就是这种情况，投资人可以赚得更多的钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 买进表现良好的股票

当人们对一些大环境事件的忧虑升到最高点时，事实上也就是我们做成最佳交易的时机。恐惧是追赶流行者的大敌，却是看重基本面的财经分析者的密友。

尽管1994年股票市场的报酬率走低，巴菲特在这年却忙得不亦乐乎。事实上，每当市场不景气时，也就是巴菲特大张旗鼓之时。波克夏哈萨威在1994年下半年，进行了四个重要而特别的收购。巴菲特一直都很看好大众传播和出版事业的前景，因此他买进加内公司——美国最大的报纸发行企业4.9%的股份，他也买进匹兹堡的大型地方银行——匹兹堡国民银行8.3%的股份。

较出人意料之外的是，巴菲特在所罗门公司的巨大投资。除了原来已有价值七亿美元的可转换特别股，现又加上660万股普通股。最后一项是在1994年夏季，波克夏转换手上的美国运通特别股为普通股。之后从1994年下半年到1995年第一季，巴菲特一直持续买进美国运通的股份。总结下来，巴菲特在该公司共投资了13.6亿美元。自从巴菲特在1988和1989年买进可口可乐之后，这是波克夏第一个10亿美元以上的投资。

华德·迪士尼公司收购首都/美国广播公司，为巴菲特带来了一个惊人的机会。波克夏持有2000万股首都的股票，并以每股17.25亿美元买进，现在每股已超过120美元。虽然购并事件允许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首都的股东获得较多的迪士尼股票或现金（视情况而定），但波克夏坚持每股至少 65 美元，而且以一股首都股票换一股迪士尼股票。现在巴菲特摇身一变成迪士尼公司的第二大股东，拥有 13 亿美元。

加内公司[1]

加内公司是采分散化经营的新闻和大众传播公司，总价 77 亿美元。它的经营包括报纸出版、电台和户外广告。加内是美国最大的报业集团，有 82 种日报、50 种刊物，以及闻名的《今日美国》(USA TODAY) 和《周末美国》(USA WEEKEND)。《今日美国》迅速成为美国全国性日报。1994 年加内公司发行销售的报纸，平均每日超过 630 万份。

加内旗下有 10 家电视台，分别位在凤凰城、丹佛、华盛顿特区、亚特兰大、杰克森维尔和其他城市。该公司也经营六个调频广播电台和五个调幅广播电台，分散在洛杉矶、圣地牙哥、檀霸——圣彼得堡、芝加哥、达拉斯和休士顿。

此外，加内公司也是北美最大的户外广告集团，在美国国内 11 个州和加拿大都有营运。

原则：简单且易于了解

报纸和电视台是巴菲特可以十分容易了解的行业。他拥有华盛顿邮报公司和《水牛城新闻报》二十年以上，最近十年又拥有首都/美国广播公司。这些经验不只使他有资格成为加内的股东，而且完全在他的“竞争优势圈”内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则：长期前景看好

从1973年到1987年之间，是报纸和电视台蓬勃发展的时期。报纸当时是地方性和全国性广告的重要媒介，并经常利用这项优势调高行数广告费。每当经济迟缓，连带影响到发行量和分类广告收入时，报纸就靠提高广告费以获取增长。在同时期有线电视台也是低度竞争下的受益者。虽然那时有线电视的基本收视户正逐渐扩展，无线电视广播网仍是接触多数观众的主要管道。

1980年代晚期，这种情况开始改变，因为经济不景气，企业的广告预算明显缩水。此外，企业也开始试验转移广告经费到其他媒体。直接邮寄广告传单（DM）、夹报传单和目标行销（编注：依消费者的特质，来区别不同的消费群，配合适当的行销策略）。现在都转移了对传统报纸广告的倚重，而有线电视广告的效果也和无线电视不分轩轾。

一开始分析家和传播公司都不确知这项改变的因素。这到底只是经营紧缩的结果呢？或是广告界的永久性变革，显示广告已发现成本效率更高的方法去接触消费者。不管是哪一种解释，报界和传播业都了解它们无法再主控市场，因而不得不减缓费率的调涨，开始为争取广告而苦战。

竞争无可避免地会对公司的收入和利润造成压力，报费也不例外。“市场先生”如往常一般既兴奋又绝望。当报界和媒体业开始报出较低的相对收益时，市场先生的热情果然开始紧缩，这些企业的价码立刻下降。市场先生在高峰和谷底时总是反应过度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则：股东权益报酬率

虽然报业的获利能力减少，这些企业的吸引力并未下滑到像股价那么惨。在1980年代中期，整体报业的股东权益报酬率的确比较高，平均接近19%，到1990年就开始下降（见图8.1）。然而，即使在那时候这个行业的股东权益报酬率，平均为13%，还是优于大部分企业的10%。就像其他报界同业，加内的股东权益报酬率也下降了。但是加内不同于其他同业的是它迅速重组，到1993年它将股东权益报酬率拉高到刷新纪录的23%。

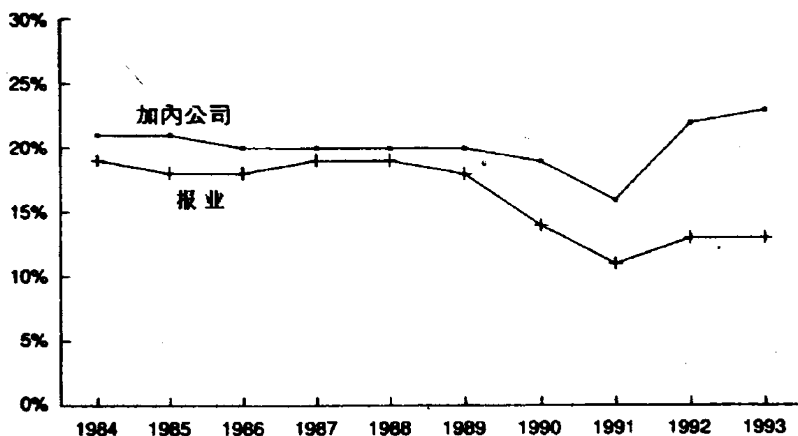


图8.1 加内公司与报业之股东权益报酬率

原则：毛利率

加内公司能享有较高股东权益报酬率的原因之一是，管理阶层不论时机好坏都严格地控制成本。加内公司的董事长兼总经理杰克·科里在1986年接管后，立刻大刀阔斧地大幅削减公司支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出。在1980年代晚期，加内公司的支出和总销售额的比例（百分比）接近2.3%。1993年，这个比例掉到1.8%。和同业的毛利率比较（见图8.2），更加突显。加内的管理阶层在财务控制上不遗余力。目前加内的毛利率是11%，较报业的平均值高出4%。

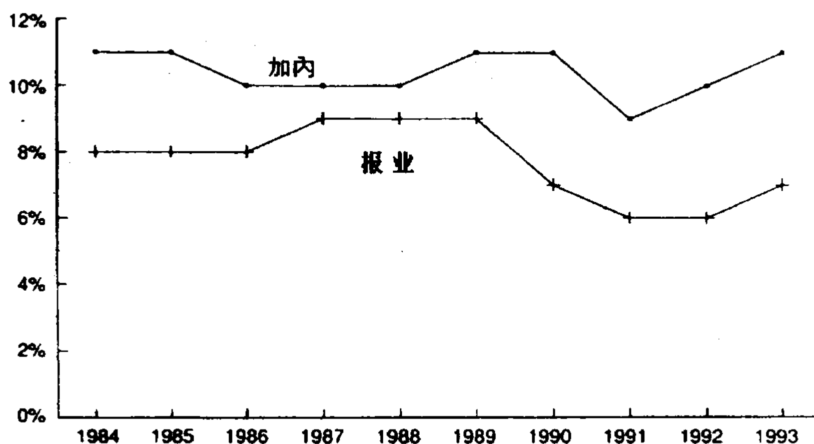


图8.2 加内公司与报业之毛利率

原则：理性

加内的成功绝大部分要归功给科里。他的前任者艾尔·纽哈特是扩张加内的始作俑者。纽哈特公然使用加内的产权来收购其他报纸。事实上加内平均流通在外股数从1974年的9400万股膨胀到1987年的1.62亿股。科里自1986年就任总经理以来表现谨慎灵敏，注重股东报酬率而非扩张。1994年加内自己投资3.99亿美元，以平均每股50美元的价位买回800万股（见图8.3）。科里说："和其他媒体企业的索价相较，我认为我们的股价是众人信服的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

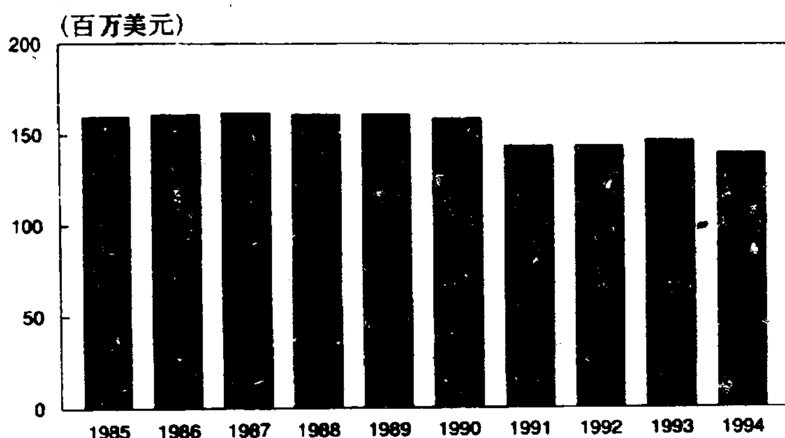


图 8. 3 加内公司流通在外股份

原则：计算实质价值

加内的股东盈余（净收入减掉资本支出，再加回折旧），在过去十年中，每年增长 12%。加内 1993 年的股东盈余达 4.74 亿美元。我们知道巴菲特以当时的二十年期美国国库债券利率来折现股东盈余。然而当利率周期性降低时，他就调整贴现率，例如发生在 1994 年的案例。1994 年第四季长期债券的利率在 7.5%和 8%附近盘旋。

若我们以保守的 10%贴现率，假设加内的股东盈余在未来十年持续增长 12%，第 11 年较迟缓为 5%，那么加内未来的折现价值约为 170 亿美元，或每股 122 美元（见表A. 26)。若我们假设加内将只持续增长 10%，第十一年仍维持 5%的增长率，则加内的折现价值为 146 亿美元，或每股 104 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则：理想价位买进

1994 年后半年，加内的上市股价，每股介于 45 美元到 50 美元之间（见图 8. 4）。巴菲特花在加内的平均成本是每股 48 美元。假设增长率为 12%，巴菲特相当于以加内实质价值的六折买进该公司的股票。若是 10%，巴菲特则是以五四折买进。不管是哪一种情况，巴菲特的投资都能达到明显的安全边际。

加内是巴菲特的典型投资。买进他容易了解的公司，而且前景看好，又有负责、理智的管理阶层，他则以合理的股价买进。当其他人意识到这个行业只有每况愈下，且疯狂廉价倾销他们在报纸企业的投资时，巴菲特开始着手计算加内的价值，即使它面临竞争和考验。市场先生的冲动情绪再一次跑向极端，巴菲特因此又捡到了一颗宝石。

匹兹堡国民银行企业

匹兹堡国民银行企业是全美十二大银行控股公司，其资产为 630 亿美元。股东权益为 44 亿美元。PNC 银行企业是匹兹堡国民企业和位于费城的公积国家银行合并的结果。

四项金融服务

合并后的 PNC 一直以收购和设立非银行业的子公司稳定持续扩展。今天 PNC 的分支机构远至北边的麻萨诸塞州，西至俄亥俄州，南至肯塔基州，东至纽泽西州均可见其踪迹。PNC 透过四种业务提供顾客多样广泛的金融服务和产品：普通的借贷、存款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

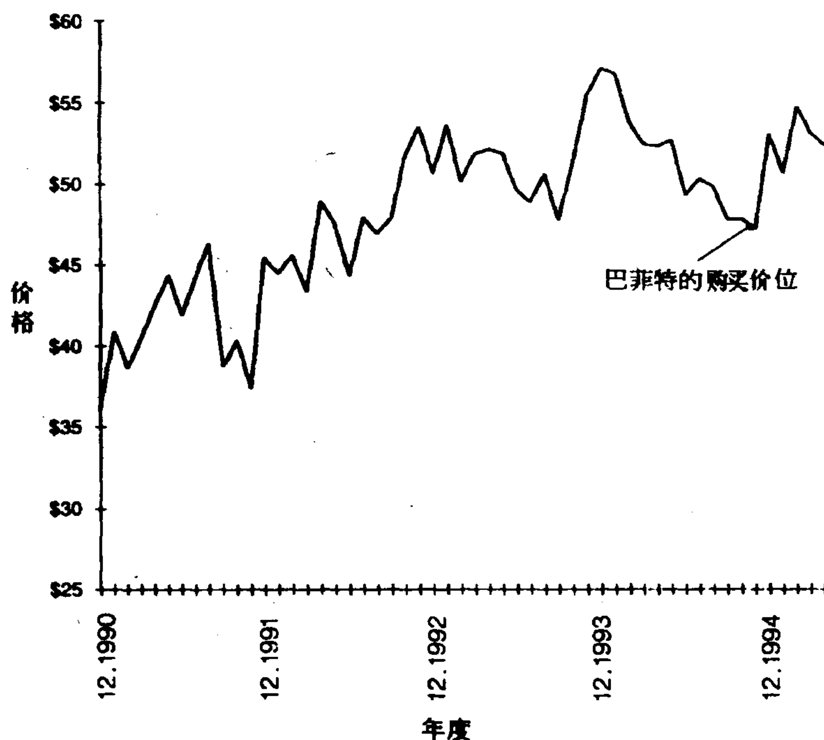


图 8.4　加内公司之普通股股价

和付款系统给个人和小型企业；公司银行业务则提供传统融资、财务管理和其他金融服务给企业或政府单位。此银行的典型公司客户行业涵盖医疗保健、天然资源、房地产和电脑通讯业，它们的年销售额从 500 万到 2.5 亿美元甚至更多。零售银行业务和公司银行业务二者结合，占 PNC 商业盈余的大部分，1993 年占总盈余的 70%，1994 年占 90%以上。

PNC 的第三种业务是“投资管理和信托”，提供投资咨询、资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产管理和监护保管等服务，对象包括个人、机构和共同基金。PNC的投资管理和信托部门，也是全美赞助投资研究的最大资金供应银行之一。购买PNC的投资研究金融机构，超过245家。PNC在共同基金银行经理人当中名列第二大，在全美银行投资经理人中排行第九大，而在所有投资经理人当中则排名第三十二大。在其管理下的资产不断增长。1995年第一季，PNC完成对黑石财务管理公司的收购，它是一家位于纽约的投资管理公司，旗下管理的资产超过240亿美元。

研究金融业的分析家最近开始重视银行的收费业务。收费业务的盈余较易预测，有助于缓和银行因贷款投资组合产生的不规则盈余。虽然PNC的投资管理和信托部门很有吸引力，但这部分业务在1993年只占银行盈余的7%，1994年则为9%。

PNC的第四种业务是投资银行业务，负责管理该银行的资产/负债。包括管理银行的证券财务状况。投资银行的业务也包括为超过两百个的有照经纪人提供经纪服务，及投机性资本投资和公司、政府金融服务等。此外，PNC的银行投资业务也承销医疗保健业、大学和学院的收益债券，是最大的银行承销者之一。巴菲特会注意到PNC，还是因为这个投资银行在1994年的失败。

PNC一直都拥有比其他银行更可观的有价证券投资组合。原因可在匹兹堡呈周期性景气循环的钢铁工业中找到。为抵销经济迟缓的影响，该银行的传统是靠有价证券投资组合来弥补贷款需求的降低，今日虽然匹兹堡的经济已多元化，不再依赖钢铁业，PNC仍拥有大笔的有价证券投资组合。1994年PNC资产中的39%是有价证券投资组合，59%是贷款。这和PNC的地方性银行同业，实在大不相同，它们的平均值分别是前者20%，后者75%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率风险

拥有大量的有价证券投资组合并不一定就不好。若是负责的银行能够轧平资产和负债，事实上这是有利可图的。只是大量的债券投资组合常因利率变化带来风险。利率一改变，银行的资产和负债极容易无法平衡。

PNC 在 1994 年就陷入这种景况。该银行为了从降低的利率中获利，一直有意不轧平资产和负债。前三年这个策略都很吃香。但在 1994 年，利率开始上扬。使经济学家跌破眼镜的是，美国联邦储备局在这一年中调高利率七次，债券市场经历了自经济大萧条以来最惨的表现。和此时债券市场的损失相比，1987 年股市的出清抛售都不算什么了。PNC 的投资银行业务部门这一年宣布损失 1.36 亿美元。

利率一上扬，金融股股价就往下掉，尤其是银行股。几个主要的地方性银行从 1991 年到 1993 年，都遥遥领先史坦普五百种股票指数，却在 1994 年开始直线下滑（见图 8.5）。PNC 的股东更是心惊胆颤，因 PNC 股较同业下跌得更惨。PNC 的确是 1994 年表现最糟的银行股之一，与一般银行股的平均损失 4%相较，PNC 几乎下降了 30%。

除了因利率上扬导致 PNC 盈余锐减之外，PNC 的管理一直都很上轨道。管理阶层将各部门的财务成绩分开，小额银行业务、公司银行业务、投资管理和信托，以及投资银行业务每个部门各自向股东报告，有如独立自主的公司。每个部门宣布税后的毛利率——盈余除以收入的百分比，以及间接成本比率——非利息支出除以收入的百分比。资金分配也是根据各个管理阶层的风险评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估分配到四个部门。

公司银行业务和小额银行业务，过去二十年的股东权益报酬率分别为18%和20%，投资管理和信托业务则超过40%，银行投资业务的股东权益报酬率潜力更高。小额银行业务以及投资管理信托业务的税后利差收益是20%，相当可观。公司银行业务和投资银行业务不像小额银行业务需要聘雇少数雇员和房屋，因此其税后毛利率达40%到50%之间。

我们观察PNC的净利息收入和非利息收入（见图8. 6），就可明白以上的高获利报酬率其来有自。1984年的净利息收入是4亿美元，到1993年增长为19亿美元，增长率为19%。同一时期中非利息收入，由2亿美元增长到8.22亿美元，增长率是16%。

原则：计算实质价值

PNC在1993年中赚了6.1亿美元，低于前一年的7.45亿美元。巴菲特在1994年第四季，以平均每股25.85美元的价格开始收购PNC股份（见图8.5），这个价格乘以PNC流通在外的股数，2.35亿股，那么PNC的市场价值大约为61亿美元。若我们将PNC1993年的盈余6.1亿美元以10%的贴现率换算现值，10%虽高于三十年期美国国库债券的殖利率，却是保守的比率。就算银行在未来十年内，每年只赚上述的6.1亿美元，一毛都不会再多赚，也有61亿美元的价值。然而观察此银行的品质、管理阶层的用心和银行净利息收入和非利息收入的增长力，PNC将来每年可望赚6.1亿美元以上。如此，PNC的市场价格和实质价值之间的差距，存在着安全边际。

巴菲特近年来操练出这种能力，可以漠视那些他认为对公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

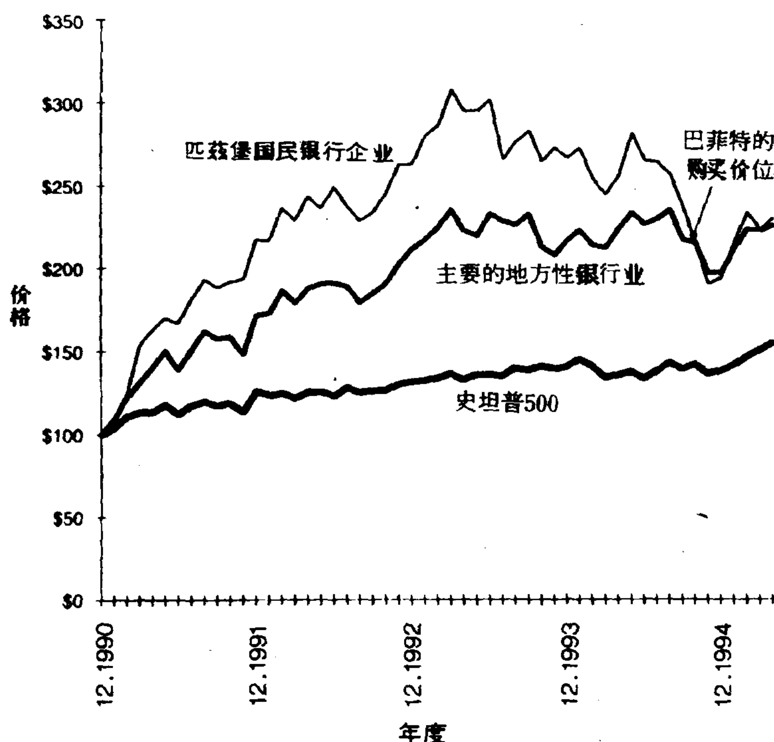


图 8.5 匹兹堡国民银行企业之普通股股价与史坦普 500 和主要地方性银行业指数之比较（起始日指数为＄100）

只有暂时影响的大环境事件。他力排众议，克服一般人对威尔斯法哥银行的悲观态度，结果波克夏在该银行的投资跳升至三倍。当然 PNC 不是威尔斯法哥，也没有遭遇卡尔·雷查德和保罗·海山的财务困境。巴菲特纯粹是下赌注，打赌利率上扬对 PNC 的负面影响是暂时的。其他投资者释出股票，迫使价格掉到不合理的牺牲价位，让巴菲特捡到便宜。巴菲特写道："当人们对一些大环境事件的忧虑升到最高点时，事实上也就是我们做成最佳交易的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

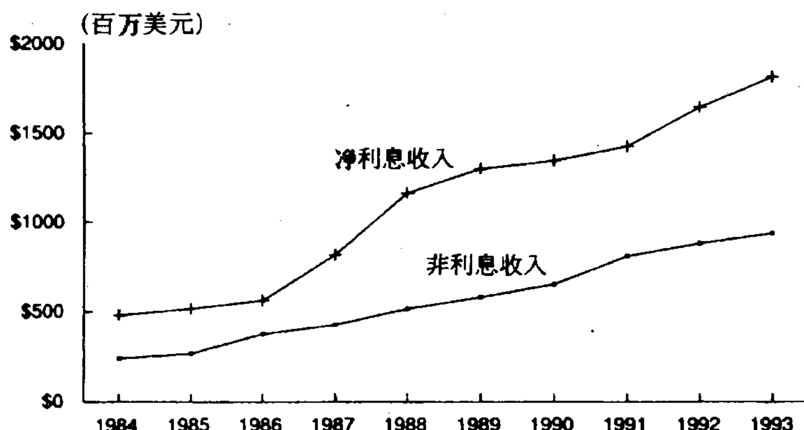


图 8.6　匹兹堡国民银行的净利息与非利息收入

机。恐惧是追赶流行者的大敌，却是看重基本面的财经分析者的密友。”

所罗门股份有限公司

当你分析波克夏在所罗门的投资时，浮现脑海的第一个字就是“挫折”，巴菲特已经投资那么多的时间、精力、金钱在这家公司，但截止目前，结果并不尽如人意，至少表面看来是如此。然而，挫折并不表示失败。

失败意味着损失；不能获得理想的报酬率。波克夏在美国航空的投资是个失败的案例，甚至连巴菲特都在波克夏 1994 年的年度报告中，向股东承认那是个错误的投资决定。美国航空停止支付特别股利给波克夏。该公司的股价从 50 美元掉到个位数，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特所投资的每一块钱降值到只剩下 25 分。

然而所罗门并未停止支付波克夏哈萨威 9%的特别股股利。对于波克夏七亿美元的投资，所罗门自 1987 年以来，每年都尽责地回报以6300万美元。虽然过去几年所罗门在同业中的表现并不突出（见图 8.7），却也从未惨到让人质疑其存活能力。

值得注意的是，波克夏在所罗门投资的总报酬包括，特别股股利以及在 38 美元时可转换为普通股的权利。虽然在目前将特别股转换成普通股并无利益，但整个收入状况还不差。因为企业从其他公司所得的股利收入，有 70%可以免税，所以波克夏在所罗门的特别股有接近 8.1%的净税后报酬率，比起美国国库券和其他相同到期日、相同信用评等的公司证券，算是相当好的。

原则：长期前景看好

投资银行公司不是航空业，也不是饮料业。也就是说，所罗门的产业景气优于美国航空。但毫无疑问的，投资银行的长期前景绝对无法媲美可口可乐，不管现在或将来都不能。

早在 1987 年，巴菲特就承认波克夏在银行业的投资，一般而言并未遵行波克夏其他重要投资的基本原则。毕竟，预测稳定行业的未来现金流量比较简单，像是可口可乐、吉列公司、首都/美国广播公司、华盛顿邮报公司，但要预测所罗门的未来现金流量就不那么容易了。此外，波克夏的那些核心投资其风险也较小。我们很难想象可口可乐或华盛顿邮报整个倒闭。然而，投资银行就有可能倒闭。管理者的行动通常可以成就，或摧毁一家投资银行公司，但对于有强大经济力的特许权企业，历史告诉我们即使由庸才来管理也可以安然无恙。但是就像巴菲特曾指出的，投资银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行企业若谨慎经营，长期下来会有较高的股东权益报酬率。

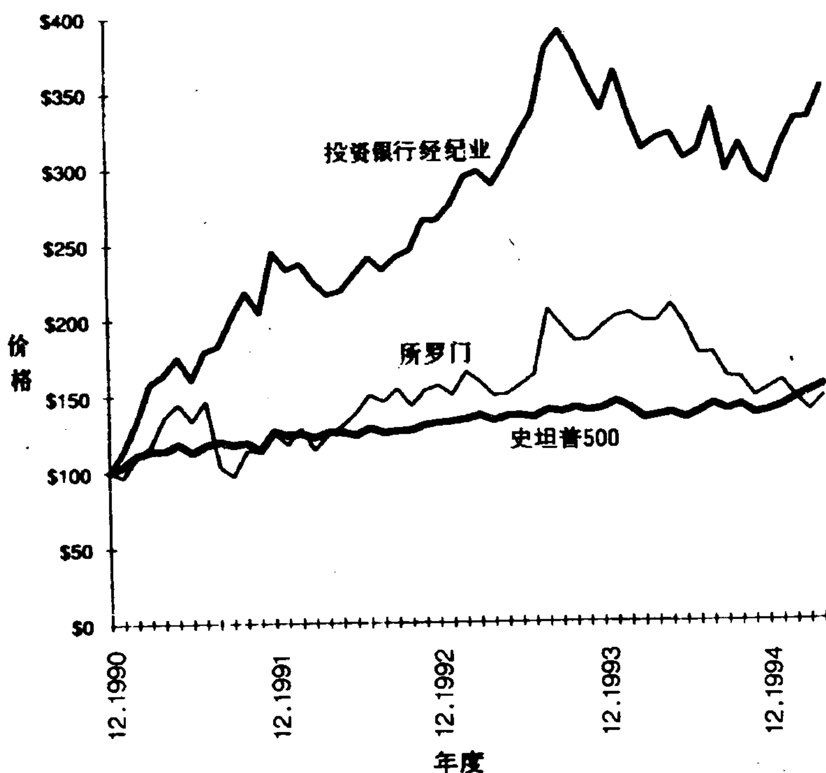


图 8.7 所罗门公司之普通股股价与史坦普 500 和投资银行/经纪业指数之比较（起始日指数为 $100）

所罗门的投资银行分公司，所罗门兄弟，经营两种主要业务。顾客导向的机构投资银行业务的股东权益报酬率可达 12%至 15%。另一个是自营部门，则有 15%至 20%的股东权益报酬率。两者运作顺利时，所罗门可以产生平均以上的经济报酬率。然而只要两者中有一个无法发挥其潜力时，所罗门的报酬率可能表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现的令人震惊，这也正是巴菲特学到的教训。

原则：理性经营

华尔街这个行业从不讲究理性。实在有很多人反对巴菲特将钱投资在这个以缺乏理性闻名的行业。尤其是所罗门，多年来它的行动很少考虑到股东的利益，仿佛不知理性为何物。虽引入来自外部的股东，所罗门的表现却不像公开招股公司，反倒比较像私人合伙企业。

以其报酬制度为例。对大部分私人合伙企业而言，企业的净利要付给合伙人。所罗门成为公开招股公司，外部股东（公司股东）既有资金投入，自然会期待收到他们投资该得到的利益报酬。所罗门曾经产生很大的利润。以前的合伙人，现在的员工，却仍希望获得所罗门大部分的总利润。

巴菲特成为所罗门的股东后，自然很关切公司分配资金的方式，结果他非常失望。他发现所罗门根深蒂固的习惯是，人数日益庞大的经理只知索求高额红利和薪水，而不顾股东只能分到少许净报酬。

一直到巴菲特安插罗伯特·丹汉担任所罗门的董事长，德瑞克·莫根为总经理后，他才得以建立所罗门以理性为基础的报酬制度。这套制度的主要理念，就是让股东先拿到合理的投资报酬之后，再根据经理个人的贡献给薪。所罗门的股东首次能获得可观的报酬，员工薪津也首度依能力论酬。

多年来，巴菲特在波克夏都一直实施最低报酬制，所罗门的新制度在他看来自然是非常合理。但是华尔街毕竟不是保守狭隘的小镇居民。几十年来对巴菲特在波克夏行之有道的制度并不适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用于所罗门。自新报酬制度实施以来，员工都充满怨恨，梦幻因此破灭。许多经理辞职，员工报酬引起的混战看似无止无休，许多人开始怀疑所罗门未来是否还有前途。巴菲特却不为所动。对于围绕所罗门的扰嚷，他没有屈服也没有煽动。他采取的行动是，除了已投资的可转换特别股之外，又购进了660万股普通股，赋予波克夏对所罗门稍多于20%的表决权。

原则：理想价位买进

波克夏以每股约49美元的价钱买了660万股普通股（见图8.8）。所罗门流通在外的股票，共计1.05亿股。因此，巴菲特买进所罗门股票的时候，该公司的市场价值是51亿美元。现若以10%的贴现率折现，此利率高于30年期美国国库债券的当期殖利率，那么一个公司每年必须赚5.1亿美元，才有51亿美元的价值。所罗门在过去十年中每年平均赚3.8亿美元，包括1993年破纪录的8.64亿美元收益。接着1994年损失了3.99亿美元，一样改写了公司纪录。以3.8亿美元为基准，若所罗门每年增长5%，该公司就值79亿美元。然而即使5%这样保守的增长率，所罗门也难以达成，因

为它的前景实在难以预测。

因此所罗门的盈余，不大可能依照上述的预测。所罗门的营业状况很像波克夏辖下的一个事业：重大灾害保险。任何一年，一个台风引起的损害就足以赔光波克夏整年的保费收入还不够，迫使巴菲特还要动用准备金才能付出几百万美元的赔款。当然也可能都没什么重大灾害特别在哪一年发生，则波克夏的所有保费收入皆可登帐为利润。最有可能的情况是，波克夏有时需付出适度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

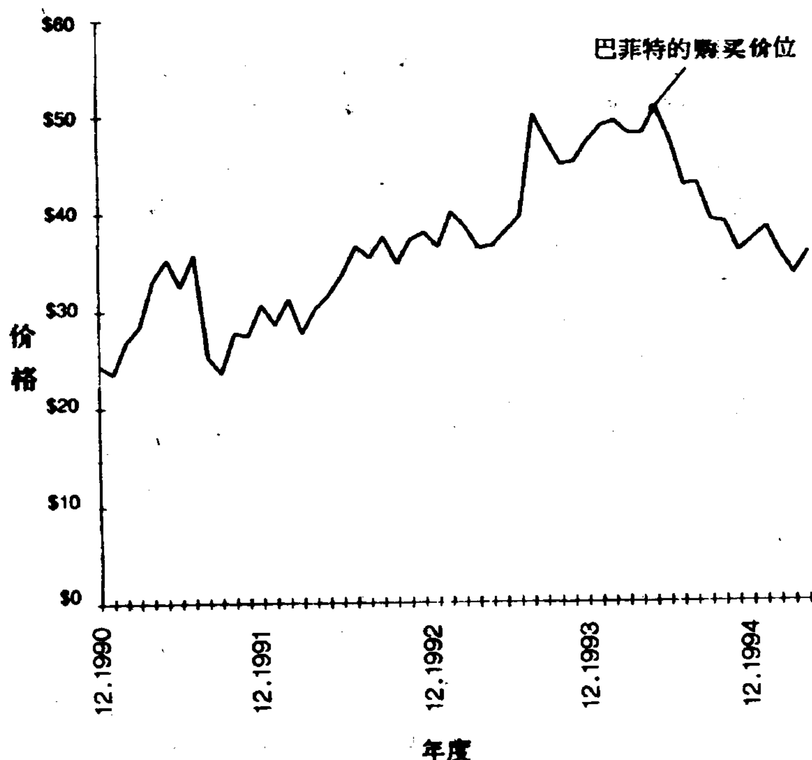


图 8.8　所罗门公司之普通股股价

的赔偿，同时也得到适度的利润。就像难以预测何时会有大灾难发生，所罗门哪一年会大丰收，哪时候会流年不利也难以预料。我们所能知道的，就是在长时间之后，风险会降低，盈余的起伏会趋于平缓。

1995 年 10 月，所罗门必须开始赎回波克夏投资的可转换特别股，每年须支付 1.4 亿美元，连续五年。巴菲特可选择购回现金，或以每股 38 美元的转换价兑换成 368 万股普通股。各方都在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

猜测巴菲特在十月时将采取何种策略，兑换现金或股票？或两者结合？

联合资本管理公司的罗伯特·柯乐曼，分析巴菲特在所罗门的投资，颇具洞察力。照柯乐曼的计算，即使巴菲特将特别股全部兑换成普通股，他在所罗门的投资也已经得到不差的报酬。柯乐曼的算法如下，波克夏投资所罗门十亿美元，目前为止已净得5.04亿美元的股利收入。扣除股利，巴菲特投资的净现金约达五亿美元。现在公司的帐面价值为35亿美元，又有高于一般平均值的股东权益报酬率，且波克夏拥有该公司20%的股权，柯乐曼算出，波克夏的投资价值超过七亿美元。

过去十年间所罗门曾遭遇和克服许多难以置信的挑战：朗·佩雷尔曼的企图收购、1987年股市大崩盘、国库债券丑闻、1994年债券市场大崩盘和如今引发高度争议的报酬制度。回顾所罗门面对那些挑战的回应，很难断定它是失败者。许多波克夏的其他股票都有令人满意的结果，但所罗门的表现并不如意，这是事实。然而，正如巴菲特经常提醒波克夏股东的“条条大路通天堂”。所罗门这支股票最后可能走出自己一条与众不同的道路，创造利润。

美国运通公司②

巴菲特说：“我发现要评估一家公司，必须长期去熟悉它。”在波克夏持有的公司当中，除了可口可乐之外，美国运通是和巴菲特关系最长久的公司。1960年代中期，在美国运通爆发沙拉油丑闻案后，当时的巴菲特有限合伙就将自己40%的资产投资在美国运通。当时美国运通出具证明它库存了大批沙拉油，但事实上从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来没有什么沙拉油存在。美国运通很快就负债数百万美元，股价掉了一半，这时巴菲特以1300万美元买进该公司5%的股票。30年来，波克夏累积的股份已达该公司的10%，总成本约在14亿美元左右。

原则：稳定的经营史

虽然经历过许多变革，美国运通30年来的业务大致维持不变，和巴菲特购买它的时候差不多。它有三大部门，一是“旅游相关服务”，发行美国运通卡和美国运通旅行支票，占美国运通营业额的72%；二是“美国运通财务咨询”（前身是IDS财务服务）其业务包括财务规划、保险和投资产品，占了销售量的22%。美国运通财务咨询的财务咨询专家超过3600百位，负责的资产达1060亿美元，这个子公司因而成为美国最大的基金经理人之一；三为“美国运通银行”，它只占该公司营业额的5%，却是美国运通卡在各地的服务代表，其服务网分布全世界37个国家共87个营业所。

美国运通旅游相关服务部门持续生产固定的利润。此部门一直都有巨额的股东盈余，用来资助其增长。但是当一个公司所产生的多余现金大于营运所需时，正可考验经营者在分配资本时是否负责。通过考验的经营者只投入需用的资本，以余额增加股利或买回股份，利润归予股东。其他经营者则盲从法人机构，经常会花掉现金以扩展其企业王国。很不幸地，这正是美国运通数年来在詹姆士·罗宾逊领导下的命运。

罗宾逊计划用旅行相关服务部门的多余现金收购同行企业，将美国运通建立为金融服务势力集团。IDS被证明是一次有利可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图的购买，但席尔逊——李曼则令人失望。席尔逊不但不能资助自己，还日益需要旅游相关服务部门的多余现金才能维持营运。整个算来，罗宾逊已投下40亿美元在席尔逊。迫使罗宾逊去接触巴菲特的正是这个财务耗损。波克夏购买三亿美元的特别股。虽然巴菲特那时愿意投资买入美国运通的特别股，但是一直到该公司变得理性，他才成为普通股股东。

原则：理性经营

大家都知道该公司的珍贵筹码是出名的美国运通卡。只是美国运通的管理阶层似乎并未意识到珍惜把握该部门。还好，当罗宾逊在1992年非正式辞职，由哈维·戈勒继任总经理之后，总算开始意识到了正确的方向。戈勒和巴菲特有志一同，他开始强调美国运通卡的"专利权"和"品牌价值"，戈勒的当务之急是要强化旅游相关服务部门的品牌意识，以及重整席尔逊——李曼的资金结构以便抛售。

戈勒在接下来的两年中，清算美国运通表现不好的资产，恢复了该公司的获利能力和股东权益报酬率。戈勒在1992年公开出售第一数据企业，使美国运通净赚10亿美元以上。次年该公司又将其资金管理部门，波士顿公司以15亿美元卖给美仑银行，不久席尔逊——李曼也分割为两部分。卖掉席尔逊公司零售业务帐户，至于李曼兄弟，在戈勒投下最后十亿美元之后，才得以免税分配给美国运通的股东。

到1994年，美国运通自始最有利润的部门终于开始崭露头角。旅游相关服务部门成了公司的龙头老大。管理阶层的目标是，建立美国运通卡成为"世界上最有威信的服务品牌"。该公司极力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强调“美国运通”这名字的专利价值，甚至IDS财务服务也被改名为美国运通财务咨询。

一切都上轨道后，戈勒定下该公司的财务目标：每股盈余每年增长12%到15%，股东权益报酬率达到18%到20%。1994年9月美国运通发布一项声明，清楚表明公司理性的新经营方式。宣布因应市场状况，董事会授权管理阶层买回2000万股普通股。这对巴菲特真是大好消息。

1994年夏季，巴菲特转换波克夏在美国运通的特别股。没多久他开始收购更多普通股（见图8.9）。波克夏到年底已拥有2700万股，平均每股25万美元。美国运通继它在1994年秋季宣布的股票回收计划之后，次年春季又宣布买回另外4000万股，高达总流通在外股数的8%。

很明显的，今日的美国运通公司和数年前截然不同。抛掉席尔逊——李曼的重担，与它庞大的资本需求之后，美国运通有能力生产大量的多余现金。该公司首次不再短缺资本和股票。巴菲特肯定美国运通所进行的改革，大量增加波克夏在该公司的持股地位。巴菲特在1995年3月另外增加了2000万股，使波克夏持有美国运通几乎10%的所有权。

原则：计算实质价值

自1990年起，美国运通这些年来的非现金支出、折旧和摊销几乎等于该公司取得的土地、建物和设备。当折旧和摊销费用近于资本支出时，股东盈余等于净收入。然而，因该公司不稳定的营运历史，我们很难预测美国运通股东盈余的增长率。在此情况下，我们必须很保守地估计其增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

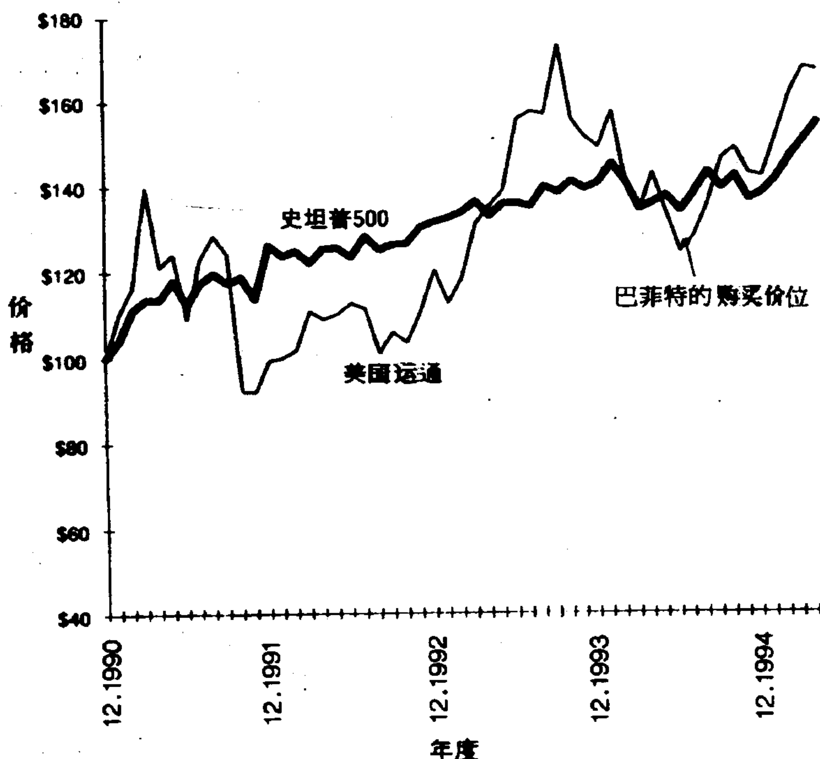


图 8.9　美国运通普通股股价与史坦普 500 指数之比较(起始日指数为 $ 100)

美国运通于 1993 年卖掉子公司的结果是，1994 年底该公司的股东盈余约达 14 亿美元。戈勒对该公司的目标是盈余能持续增长 12%到 15%。假设该公司的盈余在未来十年内持续增长 10%，第十一年以后只剩 5%的增长率，这当然绝对低于管理阶层自己的预估，再以 10%来折现盈余(比较 30 年期美国国库债券殖利率 8%，10%算是相当保守的折现系数)，那么美国运通的实质价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 434 亿美元，或每股 87 美元（见附录表A. 27）。倘若该公司的盈余能够增长 12%，那么美国运通的实质价值就接近 500 亿美元，或每股 100 美元。现采用较保守的估价，那么巴菲特是以美国运通实质价值的 70%买入该公司。那表示它有很大的安全边际。

原则：长期前景看好

有些投资人并不看好美国运通的专利价值。威士卡和万事达卡主控今天的一般信用卡市场。因为这两家公司发卡不收年费，持卡者在大部分地区都可畅行无阻，美国运通怎么和它们竞争呢？首先，有越来越多的商家接受美国运通。目前有 8%的美国零售商店，和及 86%的加油站，以及世界上重要的旅游业和娱乐业，几乎百分之百接受美国运通卡。更重要的是第二个原因，持美国运通卡的消费者一年平均消费4000美元，多于威士和万事达卡持有者的1500美元。消费额度对商家而言是重要考虑，因此美国运通得以和更多商家顺利签约。

很多投资人都观察到消费性支出的景气旺盛，因此一直看好餐饮业、俱乐部和娱乐事业的股票。巴菲特的做法则是免于承受这些企业的风险，而又能善用此经济现象。不论消费者选择何种形态的娱乐和休闲，很多人都使用美国运通卡付费。巴菲特拥有该公司 10%的股份，意谓在这些每日大量进行的消费当中，他都取得了专利权使用费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华德迪士尼公司

巴菲特曾说:“我对公司合并并没有太大的兴趣，我认为最好的合并就是首都公司及美国广播公司结合的这个案子。”这是自从KKR公司在1989年买下RJR以来最大的企业合并。然而，随后华德迪士尼公司又为市场带来更大的震撼，该公司总经理迈可·艾斯奈宣布将以190亿美元买下合并后的首都/美国广播公司，从此华德迪士尼公司将成为全世界最大的传播及娱乐公司。

市场人士不仅被艾斯奈的大胆所吓倒，同时也不了解首都/美国广播公司总经理汤姆·墨菲心里打什么算盘。或许没有一家公司总经理能像首都/美国广播公司一样，能在快速变迁的企业环境中展现卓越的经营能力，首都公司在1957年挂牌上市的价格为每股5.75美元，目前经过股票分割后，当初的一股已成为80股，市价约一万美元，这相当于在这38年间每年之报酬率高达22%。

墨菲把首都/美国广播公司卖给迪士尼公司所陪嫁之企业赫赫有名：如美国广播公司是全美最大的电视网，旗下有八家电视台及21家广播电台，有七家报纸及71家周刊，另有61家专业杂志，同时拥有全美最大有线电视网ESPN公司80%的股权，并且投资两家有线电视台A&E及生活时代。除此之外，首都/美国广播公司合并之后，又买下几家国际性电视及电影公司和电视广播公司。

除上述众多企业之外，首都/美国广播公司扣除负债后，尚有40亿美元现金可供周转。在企业购并市场中被高价买下的公司，通常是负债累累的。与之相较，首都公司的条件真是令人垂涎三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尺，更何况该公司是在1954年靠电视台及调幅电台起家，在纽约州阿尔巴尼经年打拼累积之成果，其成就更为市场所钦羡。

华德迪士尼与首都/美国广播公司合并后的前景令人注目，对于首都/美国广播公司的资产而言，迪士尼公司带来了主题馆（迪士尼乐园、迪士尼世界、艾比考特中心）、电影及电视制片公司（正金石暨迪士尼影业公司），动画事业群（如《阿拉丁神灯》、《狮子王》、《风中奇缘》、影片传播公司（米拉麦克斯暨布韦那维斯塔公司）及迪士尼频道等，同时在全球拥有350家迪士尼卡通人物专卖店。迪士尼公司亦拥有以下企业的股权如：迪士尼欧洲公司、海波林出版公司、冰上曲棍球大力鸭队、职棒加州天使队及主演新版《美女与野兽》的剧场公司。迪士尼公司与首都/美国广播公司合并后之市场价值，将超过400亿美元。同时，每年营收高达美金165亿美元。

原则：长期前景看好

媒体产业通常表现在两个项目：实质内容及传送过程。内容即是节目产品，换言之即电影及电视节目；传送系指传播之通路，或产品如何传给观众。巴菲特认为：迪士尼与首都合并之重大意义在于：将全世界最好的媒体产品公司（迪士尼）与全世界最强的媒体传播公司（首都公司）结合起来。

过去的投资看法认为，节目内容应比通路更有价值，虽然媒体通路产生经济规模后，其获利算是不错，但是节目推出一旦受欢迎，其报酬将是更为惊人。直到近年，这种看法才有所改变：如果同时拥有传播通路及节目制作能力，则这家公司将是锦上添花前景看涨。所以媒体节目公司与传播公司结合，被视为是理所当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然的经营策略。直到联邦法律的改变，方使这两种公司有结合的机会。现在法律不再限制传播公司不可以拥有自己的媒体节目公司，因此可彼此合并以追求更高的获利能力，而媒体节目公司自此才有可靠的传播公司来播送其产品。

迪士尼公司与美国广播公司合并的例子，若以上述的理由来解释则流于简化，因为艾斯奈说："我们买下首都/美国广播公司并不是看上它是一家媒体传播公司，而是它还有其他资产是我们所在意的。"的确，首都/美国广播公司公司最伟大的宝藏莫过于ESPN；即体育娱乐节目电视网公司。ESPN 观众遍及全美6600万户家庭，及全世界 150 个国家近9500万户家庭。当首都/美国广播公司总经理黑菲被问道："在合并中 ESPN 是否是最有价值的资产?，他回答说："一点也没错。"迪士尼公司与首都/美国广播公司合并后并未思考如何降低成本，或是确保节目如何顺利播出，而是着眼于：如何打开海外市场？如何持续有效地使营收增长？

电视网如果互争收视第一，长久下来会是你丢我捡的零和游戏。毕竟在美国只有 2.5 亿观众，且收视人口增长有限。电视网营收增长之道不在节目上你争我夺，而是如何去开发更多观众。正如同可口可乐、吉列、箭牌口香糖等大企业，向海外市场积极促销其产品一样，媒体公司也应体验比一趋势来拓展业绩。媒体娱乐事业的首要目标在于吸引更多观众，而海外的观众人数比起美国足足有数倍之多。运动及卡通在全球都是普受欢迎的节目，不仅老少皆宜、没有政治立场，传播语言也没有障碍。迪士尼公司有了迪士尼频道及 ESPN 后，就可强势促销其节目。

虽然迪士尼这三个字全球知晓，但是其节目的收视群并未普遍扩及到 ESPN 的观众群，因为 ESPN 其全球体育节目之开播，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比迪士尼频道早了好几年，可算得上是开山祖师爷。ESPN 目前不仅播放受欢迎的体育节目，如篮球、美式足球、棒球及足球，它更播放各国所风行的体育节目以服务各国的观众，借此打好行销关系。例如在印度，ESPN 先转播当地的曲棍球比赛，随后再播放美式足球大赛；而在中国可能先播桌球比赛，再转播美式足球。现在迪士尼频道有了 ESPN 后，就可站在这个有二十年传播经验巨人的肩上，来促销其动画节目。了解了 ESPN 的价值后，就会知道迪士尼公司买下首都公司，不是单纯地看上该公司在美国的电视网市场。

原则：理性经营

迈可·艾斯奈广为人知的事有两项：一是迪士尼公司给他的超额红利；二是他的强势主导性格，因此常被人忽略他也是一位成功的企业经营者。他对迪士尼公司所投入的心血，以及为公司及股东所创造的贡献，是有目共睹的。从 80 年代中期以来，艾斯奈为迪士尼股东增加了 220 亿美元的财富，在艾斯奈为公司赚一块钱的同时，也为公司增值了四块钱。这结果反应出股市投资人对艾斯奈经营能力的肯定。然而最重要的指标：评估公司是否为股东尽心谋利？就要看公司的股利政策，是否专以股票发放股利而稀释了股东的财富？在这方面艾斯奈绝不是这种人，事实上由于他不愿意以迪士尼股票来增资，以致差点不能顺利买下首都公司。艾斯奈与墨菲为两家公司能否合并，协同了数年之久。而过去几个月内更是频频洽商，这期间曾因艾斯奈拒绝以发行迪士尼新股筹资，而使谈判破裂。墨菲在理解了对方的立场后，提议避免双方以现金进行购并而需缴一大笔资本利得税，故以股权互换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式来进行合并，同时让首都的股东能拥有未来合并后公司增长的利益。终于双方同意此原则，并在细节上亦达成共识，最后以一股迪士尼股票交换每股 65 美元的首都股票，在此条件下，双方达成合并。

原则：决定公司实质价值

投资人接下来面对的问题，并不是迪士尼买下首都的价钱是否合理？而是评估拥有新公司的股票是否会增值？虽然这两家公司合并后，将面临许多不确定性，更何况两家公司又处于变化迅速的经营环境，因此想要有效评估新公司的价值的确不易。但是只要把握本书前面所提及的方法，应该可以对新迪士尼公司客观合理地评估其价值。新迪士尼公司的实质价值，来自于原来两家公司分立的基础下，个别价值的总和。以两家公司在 1995 年的营运资料，可保守估计出合并后的公司价值及与购并成本间的差价。1995 年底迪士尼公司可获利 13.7 亿美元，年度折旧费用为 4.95 亿美元，资本支出达 11 亿美元，则迪士尼公司的股东盈余约为 7.65 亿美元(即净利加上折旧减去资本支出)。首都公司预估今年可获利 7.85 亿美元，而折旧费用有 1.75 亿美元，资本支出有 1.25 亿美元，因此它的股东盈余有 8.35 亿美元。

现以合并基础评估新公司，在 1995 年公司将可获利 16 亿美元，然而由于购并而举债，新增了 100 亿美元债务，根据迪士尼公司财务长史蒂芬·博伦巴克估计，这 100 亿美元债务，一半以固定利率，一半以浮动利率计息；合计之负债成本约在年息 7%，换言之新迪士尼公司每年要多负担7000万美元的利息支出，再考虑迪士尼公司 40%之公司税率，则公司每年税后新增负债净支出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为4200万美元。巴菲特一向用三十年期政府公债殖利率，来折现股东盈余，而目前美国利率水准为历史低档，因此他不愿用如此低的报酬来折现公司价值。假定这新公司在往后十年间的股东盈余，以年报酬率15%增长，而后其他年度以5%增长，则股东盈余的贴现率要调高至10%，因此这新迪士尼公司的总值将高达538亿美元。

原则：理想价位买进

迪士尼公司为了买下首都公司，必须发行1.54亿股来交换首都流通在外的股份，同时也使迪士尼公司总股数达到6.75股，如果迪士尼公司在未来十年内股东盈余以15%增长，而往后时间以5%增长，则迪士尼每股价值将高达80美元左右，而目前迪士尼之股价仅有60美元，则相当于迪士尼股票以七五折在股市上交易，这种折价程度比起巴菲特常用的安全边际并不算高，但显示原来的迪士尼股东及首都股东在变成新公司之股东时，其股票价格并未被高估，且未来仍有增值的潜力。只要增加股东盈余的增长率可以很容易地得到更高的公司价值，例如确信迪士尼公司每年股东盈余将以17%增长，则其每股价值将高达93美元；而如果是20%增长率，则每股价值会提高至100美元。

在巴菲特谨慎的投资准则中，并没有过度膨胀对增长的认定，例如安全边际的观念，在于保护投资人避免无法预估的不确定因素，而可能对公司及股东盈余造成伤害，同时也不能只为保护投资安全边际，而一味地提高增长率。况且以上所作的财务评估，并未考虑迪士尼公司及首都两家公司合并后的经营“综效”。艾斯奈表示“此种综效将会持续下去。”事实上他也表示：“讨论公司合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并中哪方付的价钱较合理，这种想法过于短视，因为经由合并后所带来的商业机会才是双方共同增长的基础。"迪士尼与首都公司合并不免招来一些批评，有人质疑媒体企业作垂直整合是否明智？有人怀疑买进的传播公司已达到经济规模的高峰，合并真能创造更高的获利吗？更有人认为这两家不同企业文化的公司，要达到协调共处不是件容易的事，何况以往更没有这种媒体业结合公司的案例。

通常一家公司宣布要买下某家企业时，被买下公司的股价一定上涨，而花钱的金主公司之股价会下跌少许。以高价收购公司的消息一经发布，自然使被购并企业的股价上扬。华尔街股市对于出钱购并的企业，总是以公司的利空消息视之，这种反应不管是对是错，总是认为举债买下其他公司后，要面临更大的经营风险，因此其股价总以下跌反映。巴菲特并不认同这种想法，反而持有另一种看法，他认为迪士尼与首都的结合，即是宣告更强势的公司自此诞生。当两家公司合并消息将要公布前，公司主管都在担心迪士尼股价会跌多少，巴菲特与迪士尼某主管赌 100 元：认为迪士尼股价会有反市场表现，股价会以上涨收市。在 1995 年 7 月 31 日早上，艾斯奈与墨菲共同宣布：迪士尼公司正式购并首都/美国广播公司。当日股市在下午四点收盘后，迪士尼股价上涨 1.25 美元，成为每股 58.62 美元。

两家公司合并的协议让股东皆大欢喜，首都公司的股东可卖出更高价格的股票；或是继续成为股东，换取价值更高的股票，任由股东选择。波克夏公司原先拥有2000万股首都/美国广播公司的股权，经过公司合并后，现在仅次于巴斯家族，成为全球最大媒体传播公司的第二大股东。不知道巴菲特是否现在就会买进迪士

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼股票，还是以后再买进，毕竟迪士尼——首都结合后，尚处于新公司萌芽期，可再后续观察；虽然如此，此一新公司有多项特点，倒是符合巴菲特对企业的投资原则。正如同多数波克夏投资事业群所具备的特点一样，因此巴菲特说：“我们未来将持有更多的迪士尼股票，此种可能性越来越高。”

〔注释〕

①本书作者罗伯特·海格斯壮是焦点信托的投资组合经理。此共同基金持有加内公司的普通股，并且焦点信托还将不时购买更多加内的股份。

②作者是焦点信托的投资组合经理。该共同基金持有美国运通公司的普通股股票。并且焦点信托不时还将购买更多该公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　特立独行者

当巴菲特从事投资的时候，他观察一家公司的全貌，而大多数的投资人只观察其股价而已。

萧伯纳写过这么一段话："世故者改变自己来适应这个世界，而特立独行者却坚持尝试要改变世界来适应自己。因此，所有的进步都是仰赖后者来促成。"我们是否应该将华伦·巴菲特归纳为"特立独行的人"呢？如要这么说，那么就是假定他的投资方法在金融界象征着一种进步，这是我随便做的一种假设。因为当我们看到"世故"者近来的成就时，最好的状况顶多是认为世道不公；严重时，恐怕是一场灾难。

1980年代在人们的记忆中，被认为是震撼财务管理界的十年。电脑程式交易（编注：利用电脑程式掌握不同市场的行情，对股票、期货、选择权等进行买卖）、举债收购，垃圾债券、衍生性金融商品和指数期货，如人们所预料地震惊了许多投资人。在基金经理人之间的那些界限已经变得模糊；基础证券研究在弹指之间已经被电脑所取代；黑箱作业已经取代了经营访问和调查；自动化已经代替了直觉。今天，一般投资人已经变得不再容易被蛊惑，并且与金融市场疏远了。随着大多数的基金经理人无法再为他们委托人的投资组合增加资产价值，我们可以很容易地了解到消极的指数投资，为何如此受到欢迎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在往后的数十年中，投资人将浮游于许多不同的投资方法之间。小资本化、大资本化、增长法、价值法、动态法、主题法、产业循环法都曾证明它们在投资上是有益的。但有的时候，这些方法也不管用，而使他们的追随者无法突破瓶颈。巴菲特则是个例外，他尚未经历过投资策略无效的时期。他的投资绩效被广泛证明是持续的领先者。当投资人和投机客都分心于寻找更好的投资策略时，巴菲特已经悄悄地聚集了一笔数十亿美元的财富。自始至终，他都将投资视为一种企业经营活动。而以一般常识作为他的投资哲学。

他是如何做到的?

当我们知道巴菲特成功的事实和他的简单投资方法时，较为适当的问题设定方式，并不在于他的投资方法是什么，而是其他的投资人为什么不曾应用他的方法?答案可能在于投资人对投资存有何种认知。

观察企业全貌

当巴菲特从事投资的时候，他观察一家公司的全貌，而大多数的投资人只观察其股价而已。他们花费了太多的时间和精力来观察、预测和盼望价格改变，却很少花时间去了解他们手中持股公司的经营状况。这种基本态度的不同，造成一般投资人与巴菲特根本上的差异。他拥有股权，并管理过各式各样的公司，同时又投资普通股股票，这种凡事都要插手的经验，将巴菲特和所有其他专业投资人区别开来。

拥有并且经营企业带给巴菲特莫大的好处。在他事业的冒险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生涯中，他已经经历过成功和失败，并将他所学习到的教训运用在股票市场上。其他的专业投资人还没有机会接受如此有益的教育。当其他的专业投资人忙于学习资本资产定价模式、贝它系数，和现代有价证券投资组合理论学说的时候，**巴菲特研究损益表、资本转投资的条件和公司产生现金的能力**。“你能对一条鱼解释清楚在陆地上行走的滋味吗？”巴菲特问，“在陆地生活一天的真实感觉，胜过以言语解释它一千年，而实地经营企业一天，也是如此。”

依照巴菲特的理论，投资人和企业家应该以同样的方法来观察一家公司，因为他们实际上想要的东西是相同的。企业家希望买下整个公司，而投资人希望购买公司部分的股票。如果你问一个企业家，当他购买一家公司的时候，他所想要的是什么，答案经常是：“这家企业能产生多少现金？”财务理论告诉我们，隔一段时间，公司的价值和它的现金产生能力之间有直接的关联。理论上，企业家与投资人为了要获利，应该要注意到相同的变数。

忽视短期价格变化

如果接受巴菲特的投资策略只需要观念上的改变，那么大概会有更多的投资人成为他的支持者。很不幸地，应用巴菲特的方法需要改变的不只是观念，还包括绩效如何被评估和沟通方式的改变。衡量绩效的传统准绳是价格的变化：股票购进价格和市价之间的差异，长期来看，股票的价格应该近似于企业价值的改变。然而短期来看，价格能大幅在公司的实质价值上下盘旋，这是受企业增长之外的因素所左右。问题仍然在于大多数的投资人使用短期价格变化，以精确计量他们的投资方法成功或失败。但是这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些短期的价格变化，对于预测企业的经济价值变动往往少有助益，反而对于预测其他投资人的行为较有帮助。

除此之外，委托人还要求专业投资人报告每季的绩效。委托人在等候他们的投资组合达到某一价格时，经常显得不耐烦。如果他们的投资组合并未出现短期的价格上涨，委托人将表现出不满和怀疑他们在投资上的专业能力。专业投资者知道他们必须在改善短期绩效，或冒着损失客户的风险之间作一选择，于是开始陷入追涨杀跌的旋涡中。

巴菲特相信使用短期价格来判断一家公司的成功与否是愚蠢的。取而代之的是，他要公司向他报告因经济实力增长所获得的价值。一年一次，他固定检查几个变数：

- *初始的股东权益报酬率。*
- *营运毛利、负债水准与资本支出需求的变化。*
- *该公司的现金产生能力。*

如果这些经济上的指标正在进展，他知道长期下来，结果会反映在股价上。短期之内，股价所发生的事是不合常理的。

使用经济上的指标当作绩效评量的标准，其困难点在于运用这个方法评估绩效，不是习惯上的用法。委托人和投资专家同样被价格起伏牵着鼻子走。每天股票市场报道价格的变化，委托人的会计报表反映每个月的价格变化，而投资专家的绩效又以价格的变化每季被评估。要解决这个两难的处境，答案可能就在于运用巴菲特不透明盈余的概念。如果投资人使用不透明盈余来评估他们的投资组合的绩效，也许这种仅是追逐价格起伏的不合理行为可以被调整过来。

如果你认为用经济上的变数，来代替短期的价格变化以预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价，尚属遥不可及，可以考虑（关系投资），这个渐为机构投资人所接受的概念。

关系投资

随着1990年代的展开，很明显地，一个“新的”投资策略开始浮现。曾经以短线交易为操作典范的机构投资者，在行为上已开始表现出自己像是手上持股公司的老板。这个主意开始被人们称为“关系投资”，反映出一种建立在投资人和公司之间的长期关系的概念。经由证券管理委员会的支持，机构投资者一直被鼓励购买公司里的更大股份，以便使他们的行为更像长期股权持有者。

互蒙其利

“关系投资”的逻辑是明确的。投资人提供长期资金，以便经营者可以透过这笔资金的运用来追求公司的长期目标。投资人和经营者都不担心短期价格变化的冲突。“关系投资”的价值对机构投资者相当有吸引力，因为它具有潜在的报酬。虽然在1980年代，被动的股市指数投资提供了充足的报酬，但对1990年代而言，可能是更为困难的获利环境。

今天，退休基金占了几乎全美普通股股票的55%。在过去，当投资人对公司和它的经营方式失去信心的时候，大部分都会立即卖掉手上的股票，并找寻另外的投资管道。但是当一大笔退休基金决定移动某特定资金的时候，即使该基金可能仅移动了资产的1%，这1%可能就代表了一家公司股票的一大部分。在一次交易中，数百万美元的股票被卖出，一笔交易就可能分散一公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权，而使其难以获利。另一方面，机构投资者正在学习长期持有普通股股票，并与经营者共事以改良公司的绩效，这样可能比单纯销售股票更能获利。

关系投资的理念仍在发展当中。在它最激进的形式之中，包括了经营者和投资人之间的对立。但是不像1980年代，公司的侵入者会设法逐出原来的经营者，并将公司解体，现在，关系投资人宁愿与经营者共事以强化这家企业。在最温和的例子中，"关系投资"只限于提供长期资金和监督公司，这使得经营者得以继续执行公司的政策，而不用担心潜在的接收者或不耐烦的投资人。巴菲特所运用的就是这种"关系投资"的模式。

稳定经营

先买下一家公司，再寻求大规模转变，这并不是巴菲特的创见。相反地，他尽量避免选择需要做大幅度改变的公司。此外，因为他只购买持有经营者重视股东权益的公司，所以股东与经营者对立企图改善股东权益报酬率，这个主意令人无法想象。在大多数的情况中，巴菲特会把他的股票表决权指派给经营者。虽然这种做法有的时候会为他在公司的董事会上赢得一席之地，但是这并不是常态。在通用动力公司和威尔斯法哥银行里，巴菲特虽指派了投票表决权的代表，但未取得董事会席次。巴菲特在"关系投资"这一名词出现之前，就已认同这一概念，且远在它大为流行之前。当波克夏大量购买某公司的股票时，巴菲特已确认经营者能无所顾忌地做他们的工作。"这种必然性，需要具备一位优秀的经营者和一家良好的企业"，他表示，"才能供应最优良的土壤，供给丰盛的财务收获。这就是我们在经济上所安排的发展环境。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们知道巴菲特的投资方法，在经过时间的考验之后，已证实是成功的。巴菲特的方法不难理解，同时，他的关系投资模式在过去虽显得相当独特，但现在已有许多拥护者。关于这一点，你可能会怀疑你如何能运用他的投资策略。答案可以在华伦·巴菲特的投资策略（下一节）里找到。

华伦·巴菲特的投资策略

这本书的主要目标是，帮助投资人了解并运用那些曾经使巴菲特成功的投资策略。我希望经由学习他过去的经验，你将能够更进一步地应用他的方法。未来你可能会看到类似以巴菲特的投资策略购买股票的例子，并且在了解巴菲特于类似情况下所采取的行动之后，将会从他的学说之中获益。

理想上，这本书最大的助益在于帮助投资人观察未来的投资机会，而能够辨认出像华盛顿邮报之类的股票并进场购买，或威尔斯法哥、可口可乐或可能是通用动力之类的股票购买类型。当股票市场迫使一家优良企业（如华盛顿邮报所遭遇到的）的股票价格下跌，或遭特殊风险而暂时受挫（如威尔斯法哥所遇到的），或当投资人冷漠地允许上好的企业（例如可口可乐）定价在公司实质价值的一半，或当经营者的做法不盲从法人机构的行为时（例如通用动力的比尔·安德斯），投资人将会经由如巴菲特般的思考和行动模式得到报酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华伦·巴菲特的投资策略

步骤一、不理会股票市场每日的涨跌。

步骤二、不担心经济情势。

步骤三、买下一家公司，而不是股票。

步骤四、管理企业的投资组合。

华伦·巴菲特的投资策略简单地令人难以相信。不用学习电脑程式，或研读二寸厚的投资银行业务手册。评价一家公司，并支付低于该家公司实质价值的股票市价，是没有科学道理可循的。“我们所做的事，不超出任何人的能力范围，”巴菲特说，“多做额外的工作，不尽然就能得到与别人不同的结果。”

讽刺的是，巴菲特是成功了，然而其他与他一样具备超群能力的人却失败了。“它对我已经证实是有帮助的，”他解释道，“商学院教导了数以万计的学生出来，但是这项教育对思考却没有任何好处。”我并不是暗示巴菲特仅达一般水准，事实上，他远远超前许多。他毫无疑问是成就显赫的。但是界于巴菲特和其他专业投资人之间的差距，却因为他们自愿玩失败的游戏而不断扩大，这正是巴菲特不会选择去玩的游戏。这本书的读者也会做出相同的抉择。

在财务上，不管你是否有能力购买一家公司的10%，或只能买下一百个股份，“华伦·巴菲特的投资策略”能帮助你达成有利润的投资报酬。但是巴菲特的投资策略只会协助那些乐意帮助他们自己的投资人。要成功，投资人得为他们自己理清思路。如果你意志不坚，任何投资决策都受股票市场里的风吹草动所左右，那么华伦·巴菲特的投资策略能帮你的就很少了。但是如果你能自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己多思考，懂得应用比较简单的方法，并对自己有勇气和信心，则获利的机会就会大为增加。

人们在尝试新的事物时，很自然地会遭遇到一些不适应。在华伦·巴菲特的投资策略中，第一步骤是最具有挑战性的。如果你能够掌握此第一步骤，其余的就容易多了。

步骤一：不理会股票市场每日的涨跌

请记得股票市场是狂癫与抑郁交替发作的场所。有的时候它对未来的期望感到兴奋，而在其他时候，又显出不合理的沮丧。当然，这样的行为创造出了投资机会，特别是杰出企业的股价跌到不合理的低价时。但是，正如你不会采纳来自有情绪起伏不定倾向的顾问的建议，你也不应该允许股市操纵你的投资行动。股票市场并不是投资顾问，它存在只是为了帮助你买进或卖出股票罢了。如果你相信股票市场比你更聪明，你可以照着股价指数的引导来投资你的金钱。但是如果你已经做好你的准备作业，并彻底了解你投资的企业，同时坚信自己比股票市场更了解企业，那就拒绝市场的诱惑吧！

在巴菲特的办公室里并没有股票行情终端机，而且，没有它，巴菲特似乎也能轻易过关。如果你打算拥有一家杰出企业的股份并长期持有，但又去注意每一日股市的变动是不合逻辑的。你将会惊讶地发现，不去持续注意市场变化，你的投资组合反而变得更有价值。如果你不相信这点，不妨为自己做个测验吧，试着不要注意市价 48 个小时，不要看着机器、不要对照报纸、不要听股票市场的摘要报告、不要阅读市场日志。如果在二天之后你持股公司的状况仍然不错，试着离开股票市场三天，接着离开一整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星期。很快地，你就会相信你的投资状况仍然健康，而你的公司仍然运作良好，虽然你并未注意它们的股票报价。

“在我们买了股票之后，即使市场休市一两年，我们也不会有任何困扰，”巴菲特说。“我们不需对拥有百分之百股权的喜诗或布朗鞋业，每天注意它们的股价，以确认我们的权益。既然如此，我们是否也需要注意可口可乐的报价呢，我们只拥有它7%的股权？”很显然地，巴菲特告诉我们，他不需要市场的报偿来确认波克夏的普通股投资。对于投资个人，道理是相同的。你知道当你的注意力转向股票市场，而且在你心中的唯一疑问是：“有没有人最近做了什么愚蠢的事，让我有机会用不错的价格购买一家好的企业？”时，你已经接近巴菲特的水准了。

步骤二：不担心经济情势

正如人们徒劳无功地花费时间在担心股票市场的价格，同样地，他们也无需担心经济情势。如果你发现自己正在讨论或思考经济是否稳定地增长，或正走向萧条，利率是否会上扬或下跌，或是否有通货膨胀或通货紧缩，慢点！让你自己喘一口气。巴菲特原本就认为经济有通货膨胀的倾向，除此之外他并不浪费时间或精神去分析经济情势。

投资人时常以一个经济上的假设作为起点，然后在这完美的设计里选择股票来巧妙地配合它。巴菲特认为这个想法是愚蠢的。首先，没有人具备预测经济趋势的能力，同样地对股票市场也无预测能力。其次，如果你选择的股票会在某一特定的经济环境里获益，你不可避免地会面临变动与投机。不管你是否能正确预知经济走势，你的投资组合将视下一波经济景气如何，而决定其报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酬。巴菲特较喜欢购买在任何经济情势中都有机会获益的企业。当然，整体经济力量可以影响毛利率，但是整体看来，不管经济景气如何，巴菲特的企业都能够得到不错的收益。在选择并拥有有能力在任何经济环境中获利的企业，时间将被更聪明地运用；而不定期地短期持有股票，只能在正确预测经济景气时，才可以获利。

步骤三：买下一家公司，而不是股票

假设你现在必须做一个非常重要的决定，明天你将会有一个机会选择该投资哪一家企业？为了让它更有趣，让我们也假设一旦你已经做了决定，它将无法改变，此外，你必须持有这个投资十年。最后，因为拥有这个企业的所有权而产生的财富，将会随着你结束股份持有而归于你的名下。现在，你打算考虑些什么？大概会有许多问题闪过你的脑海，刚开始会招来很多的迷惑。但是，如果把此相同的测验留给巴菲特，他会非常有系统地开始问自己一些问题：

企业原则：这家企业是简单且可以了解的吗？

你无法对你企业的未来作出聪明的预测，除非你了解它如何赚钱。投资人在投资股票时，经常对于一家公司如何产生销售、费用、利润等没有任何线索。如果你能了解这个经济流程，你就有能力明智地进行你的研究调查。

企业原则：企业的营运历史是否稳定？

如果你打算将你家庭的未来投资到一家公司，你有必要知道该公司是否能够禁得起时间的考验。你不太可能将自己的未来，赌注在一家没有经历过不同的经济循环和竞争力的新公司上。你应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该确认你的公司已经步上轨道。

巴菲特的原则

企业原则

- 这家企业是简单且可以了解的吗?
- 这家企业的营运历史是否稳定?
- 这家企业的长期发展前景是否看好?

经营原则

- 经营者是否理性?
- 经营者对它的股东是诚实坦白的吗?
- 经营者是否会盲从其他法人机构的行为?

财务原则

- 把重点集中在股东权益报酬率，而不是每股盈余。
- 计算出“股东盈余”。
- 寻找高毛利率的公司。
- 对于保留的每一块钱盈余，确定公司至少已经创造了一块钱的市场价值。

市场原则

- 这家企业的价值是什么?
- 这家企业是否能以显著的价值折扣购得?

隔一段时间，证明该家企业的能力，能够赚得显著的利润。然而，公司会有一般的利润中断期，像威尔斯法哥和GEICO，但仍然有稳定的营运历史。通常这个中断时期会提供投资者一次机会，以一个特别低廉的价格购买到好的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业原则：企业的长期发展前景是否看好？

最值得拥有的企业，是在长期有最佳远景，且拥有市场特许权（产品有独占性及差异性）。市场特许权是指销售产品或者顾客需要或想要的服务，市场中没有类似的替代品，但是它的利润并不稳定。市场持许权也持有大量经济上的商誉，允许公司比较能抵抗通货膨胀的影响。最不值得拥有的企业是商品企业。商品企业销售的产品或劳务，与竞争者没有差别，商品企业几乎没有任何经济上的商誉，唯一的差异就是价格。拥有一家商品企业的困难是，有时候竞争者会以价格为武器，以低于企业的成本销售产品，来暂时吸收顾客，希望他们能因此保持忠诚。如果你的竞争对象中，经常出现以低于成本的价格销售产品，你就完蛋了。

一般而言，大多数的企业是界于两者之间：他们不是拥有弱势特许权，就是强劲的商品企业。长期来看，弱势特许权比强势的商品企业更有获利的希望。即使是弱势特许权仍然有一些定价的能力，可以使公司赚得比平均投资报酬率更多的利润。可口可乐在美国被视为是弱势特许权，但是在国际上，特别是在没有类似替代品的市场上，可口可乐有强势的特许权。吉列和可口可乐有相同性质的特许权。

相反地，一家强势的商品企业，只有当它是最低成本供应者时，才可能会赚得平均水准之上的报酬。GEICO、佛莱迪麦克和威尔斯法哥在商品市场中经营，而产生高于平均水准之上的报酬，是因为它们保持低成本的供给者地位。特许权的一个优点是在于特许权能耐久经营，没有竞争力还是能够生存，然而在商品企业，经营无能却是致命的弱点。

经营原则：经营者理性吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

既然你不需注意股票市场或经济情势，就注意你公司的现金吧！经营者如何转投资现金盈余，决定你是否将会在你的投资上得到适当的报酬。如果你的企业产生比需要维持营运更多的现金，这就是你所想要的企业类型，密切地观察那些经营者的行动。理性的经营者将只会把多余的现金，投资在那些产生较资金成本报酬率为高的计划里。否则理性的经营者将会借由增加股利发放和买回股票，将盈余归还给股东。缺乏理性的经营者却不断地寻找花费多余现金的方法，而不把钱还给股东。当他们的投资报酬率低于资金成本的时候，他们的作为终究会被揭发出来。

经营原则：经营者对他的股东坦白诚实吗？

虽然你可能从没有机会坐下来与你企业的董事长或总经理说话，但是你可以借着他们和股东沟通意见时，了解他们的为人。经营者在向你报告企业的进展时，是否能让你了解每个营业部门是如何营运的？经营者是否像他吹嘘自己的成功一样坦承他的失败？最重要的是，经营者是否直截了当地表示，公司主要的目的是使股东权益报酬率达到最大？

经营原则：经营者是否会盲从其他法人机构的行为？

一股看不见的强烈力量使得经营者失去理性采取行动，而且剥夺公司股东的利益。这一股力量是盲从法人机构的行为——无心的，像旅鼠一样地模仿其他法人机构的经理人，不论他们的行动可能是多么地荒谬。当心那些会以“其他的公司也这么作，一定没有问题”为逻辑来替自己的行动作辩护的经营者。衡量经营者竞争力的一个方法是，看他们如何运用自己的思考能力以避免依附群众心理。

财务原则：把重心集中在股东权益报酬率，而不是每股盈余。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数的投资人借着每股盈余来判断公司年度的绩效，看看它们是否创下纪录或较上一年度有显著的进步。但是既然公司借着保留上年度盈余的一部分，来不断增加公司的资本，盈余的增长（自动增加的每股盈余）就显得毫无意义。当公司高声宣布“每股盈余破纪录”的时候，投资人就被误导而相信经营者一年比一年表现更好。衡量每年度绩效的一个比较真实的方法是：股东权益报酬率——营运收益与股东权益比，因为它已考虑了公司逐渐增加的资本额。

财务原则：计算“股东盈余”。

企业产生现金的能力决定了它的价值。巴菲特找出那些产生超过营运所需现金的公司，而将不断消耗现金的公司排除在外。但是在决定一家企业的价值时，很重要的一点是要了解到，并不是所有的盈余都在平等的基础下所创造出来的。有高固定资产的公司，相对于固定资产较低的公司，将需要更多的保留盈余，因为盈余的一部分必须被提拨出来，以维持和提升那些资产的价值。因此，会计盈余需要被调整以反映一些产生现金的能力。

巴菲特提供一份较为正确的计算方式，他称之为“股东盈余”。决定股东盈余的方法是将折旧、耗损和分期摊销的费用加上净利，然后减去那些公司用以维持其经济状况和销售量的资本支出。

财务原则：寻找高毛利率的公司。

高毛利率反映出的不只是一家壮大的企业，同时也反映出经营者控制成本紧粘不放的精神。巴菲特欣赏注意成本观念的经营者，而憎恶放任成本不断扩大的经营者。股东也间接获得那些企业的利润。被不智花费的每一块钱，都将剥夺股东的利润。多年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，巴菲特已经观察到有高营运成本的公司，通常会寻求维持或补贴这些成本的办法。而低于平均成本的公司，则多半自傲于它们自己能够找到削减支出的办法。

财务原则：对于保留的每一块钱盈余，确定公司至少已经创造了一块钱的市场价值。

这是一个便捷迅速的财务检测，它不只会告诉你企业的优势，同时也让你知道经营者如何理性分配公司的资源。公司的净收入减去所有支付给股东的股利，所剩余的就是公司的保留盈余。现在，再加上十年来这家公司的保留盈余。下一步，找出公司目前的市价和它十年前市价的差价。如果你的企业在这十年之间的保留盈余转投资毫无生产力，市场最后将会把这个企业定出低价的价格。如果市场价值的改变小于保留盈余的总和，这家公司便走上衰退的道路了。但是如果你的企业已经能够赚得较平均水准为高的保留盈余报酬率，企业市场价值的上涨利润应该会超过公司保留盈余的总和，如此每一块钱都创造出超过一块钱的市场价值。

市场原则：企业的价值是什么？

评估企业价值的方法是在企业的生命周期中，预期将会产生的现金流量，以适当利率加以折现成现值。一企业的现金流量就是公司的股东盈余。借由测量一段长时期的股东盈余，你将会了解它们是否正持续以某平均增长率增值，或只是在一些固定价值之间徘徊。

如果公司的盈余上下波动，你应该以长期利率计算出这些盈余的现值。如果股东盈余出现一些可预测的增长模式，贴现率可随此增长率减少。对公司未来的增长率别过度地乐观。对该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来的增长最好使用较为保守的估计，而不要狂热地过度膨胀企业的价值。

巴菲特使用三十年期的美国政府公债利率，将预期的现金流量加以折现。对于这个利率，他并不加上风险溢酬。然而，当利率下跌的时候，他将会慎重地调高折现率。

市场原则：这家企业是否能以显著的价值折扣购得？

一旦你决定了企业的价值，下一个步骤是注意价格。巴菲特的原则是，只有在某企业能以显著的折扣购得时，他才会买下它。记住：巴菲特只在这个最后步骤，才注意股票市场的价格。

计算一企业的价值在数学上并不复杂。然而，问题发生在当分析师错估一家公司未来的现金流量。巴菲特以二种方式处理这个问题，首先，他借着只盯住具有简单和稳定特性的企业，来增加他正确预测未来现金流量的机会。其次，他坚持他购买的每一家公司的购进价格和他计算出的企业价值之间一定要有安全边际。这个安全边际的缓冲效果就会保护他和你，不受到公司未来现金流量变动的影响。

步骤四：管理企业的投资组合。

既然你是企业主而不仅是股东，你的投资组合将会改变。因为你不再只以价格的改变，或比较普通股每年的价格变化来衡量你的成功与否，你有选择最好企业的自由。没有法律规定你必须在你的投资组合里，投资每项主要产业，你也没有必要在你的投资组合中包括20、30、40或50种股票以达成适当的分散化投资。如果企业主只愿意拥有十家不同的企业，普通股股东为什么不行呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特相信，只有当投资人不了解他们在做什么的时候，广泛分散的投资策略才能得到报酬。如果这些“一无所知”的投资人想要拥有普通股股票，他们应该拥有一大笔股票，并隔一段时间出清。换句话说，“一无所知”的投资人应该使用指数型基金，和平均单位购置成本。成为一个“指数投资人”，事实上，是没有什么好觉得可耻的，巴菲特指出，这种指数投资人实际上将会打败大多数的专业投资人。

“另一方面”，巴菲特说：“如果你是一个略知一二的投资人，也了解商业经济学，而且发现了五到十家具备长期主要竞争优势、价位合理的公司，传统的分散投资策略，对你是没有意义的。”巴菲特要你考虑：如果你目前所持有的最好企业，它的财务风险最少，且长期远景最佳，为什么你会把钱投资在你心目中排名第二十位的企业，而不把钱投入在那个顶尖的选择上呢？

投资人能借由计算不透明盈余，来测量他们投资组合的经济发展实力，正如巴菲特所做的。将每股盈余乘上你所持有的股份，计算出公司的总获利能力。企业主的目标，巴菲特解释说，是创造公司的投资组合，在十年之中，将会产生最高水准的不透明盈余。

因为不透明盈余的增长已取代价格变化，成为你现在投资组合里的主要优先考虑项目，许多事情因此开始改变。首先，你不太可能卖掉你所持有的最好企业的股票，只为了有利润可得。讽刺的是，当公司的经营者把注意力集中在自己企业的经营活动时，他们很清楚这一点。巴菲特解释说：“拥有一家长期经济状况深具潜力的子公司，母公司是不可能无视出价的高低就出售该公司的。”想要增加企业价值的总经理，将不会卖掉公司的“王冠珠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝”，然而，他却会因为无法容忍停止获利，而冲动地把他个人投资组合里的股票卖掉。“在我们的看法里，”巴菲特解释说，“经营企业的道理一样活用于股票：一个投资人应经常持有杰出企业的一小部分股票，而且该企业的业主也展现出了经营公司的坚持。”

既然你正在管理企业的投资组合，你不只要避免卖掉手中持有的最强企业的股票，而且会更加谨慎选择购买新的企业股票。作为一名企业投资组合经理人，你不能只单凭手上持有现金就购买濒临破产边缘企业的股票，你必须抵抗这种诱惑。如果这家公司没有经过你的投资原则检验，千万不要购买。要有耐心并且等待适当的企业出现。不买进或卖出，你就不会有进展，这假设是错误的。在巴菲特的想法里，要在一生之中做出数百个聪明的决定，实在是太困难了。他宁愿稳定其投资组合，如此他只需要做出一些聪明的决定。

华伦·巴菲特投资策略的精华

推动华伦·巴菲特投资策略的主力，在于资金的理性分配。决定如何配置一家公司的盈余，是经营者要做的最重要决定。决定如何配置个人的储蓄，则是投资人必须做的最重要决定。理性——做选择时展现于外的理性思考——这是巴菲特最推崇的特质。尽管他的投资策略隐含了一些奇特的观念，但它仍有一堆足以风行整个金融市场的理念。巴菲特投资策略的成功是在于坚守理性的投资策略，且从不偏离。

巴菲特曾经失败过，无疑地，在未来几年一些失败仍是不可避免的。但是投资成功与不会犯错，并不是同义词。相反地，成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功是因为做对的事情比做错的事情多。华伦·巴菲特的投资策略也是一样。它之所以成功在于，这种投资方法既可以减少你可能会犯下的错误，它们多且复杂（预测市场、经济和股票价格）；也要求你把少而简单的事情做对（计算一家企业的价值）。当巴菲特购买股票的时候，他只注意二个简单的变数：企业的价格价值。一家企业的价格可借由查询它的报价找出来。决定价值则需要一些计算，但是这并不会超过那些乐意做一些家庭作业的人的能力。

因为你不再担心股票市场、经济或预测股票价格，你现在有更多的时间可以自由地运用在了解你的企业上。有更多高效率的时间可以花费在阅读年报，以及和企业与产业有关的文章上，这些都会增进你作为企业股东必须具备的知识。事实上，愿意对自己的企业进行调查研究，减少了你对别人的依赖，而这些人往往又以建议人们采取无理性的行动来谋生。

最后，那些最好的投资主意，将得自于你做的家庭作业。但是，你不应该因此而觉得受到威胁。华伦·巴菲特的投资策略并未超过大多数认真的投资人的理解力。你不需要具备企管硕士的水准，就能评估企业价值，并成功地运用它。如果你还无法应用自如，勇敢地问你的财务顾问这些相同的问题。事实上，你越深入于这种价格和价值上的对话，就会开始越加了解和欣赏华伦·巴菲特的方法。

在他的一生里，巴菲特已经尝试过不同的投资策略。在年轻的岁月，他甚至尝试过亲手绘制股票的走势图。他曾经与本世纪最具财务观的班杰明·葛兰姆学习，并且和他的合伙人，查理·孟杰共同经营和拥有一家企业。在最后的40年中，巴菲特已经经历过二位数字的利率、严重的通货膨胀和股票市场大跌。经历过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有的混乱与颠覆，他发现他的利基，这使得所有的事情变得有意义：这使得投资策略和人格特质能够并存。“我们的（投资）态度，”巴菲特说，“配合我们的个性和我们想要过的生活方式。”

这种和谐的思想，很容易在巴菲特的态度里找到。他总是保持乐观，并支持伙伴们。能每天来公司工作让他兴奋，一种出自真心的喜欢。“我生活中所有想要的正好就在这儿。”他说，“我爱每一天。我的意思是说，我在这儿跳着踢踏舞，并和我喜欢的人一起工作。在这世界上没有任何一种工作比经营波克夏更有趣，我觉得自己很幸运能在这个地方工作。”